TRANSCRIÇÕES DA 49ª AUDIÊNCIA PÚBLICA

ADI 7.791

AUDIÊNCIA PÚBLICA SOBRE A TAXA DE FISCALIZAÇÃO DA CVM

Ministro-Relator Flávio Dino



SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL – STF

SECRETARIA JUDICIÁRIA – SEJ

COORDENADORIA DE PROCESSAMENTO FINAL/GERÊNCIA DE TRANSCRIÇÃO

Sumário

O SENHOR RODOLFO REBOUÇAS (ADVOGADO REPRESENTANTE DA PARTE AUTORA).....18

O SENHOR FÁBIO PAGNOZZI (ADVOGADO REPRESENTATE DA PARTE AUTORA) 22

O SENHOR LEONARDO AZEVEDO CORREA (ADVOGADO REPRESENTANTE DA PARTE AUTORA).....26

A SENHORA ISADORA CARTAXO (ADVOCACIA-GERAL DA UNIÃO).....30

O SENHOR JOÃO CARLOS DE ANDRADE UZEDA ACCIOLY (PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM).....34

O SENHOR DANIEL VALADÃO DE SOUSA CORGOZINHO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM) ..43

O SENHOR GUILHERME ALVES DE SIQUEIRA (POLÍCIA FEDERAL).....59

O SENHOR RICARDO ANDRADE SAADI (PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE CONTROLE DE ATIVIDADES FINANCEIRAS - COAF).....63

O SENHOR ROGÉRIO ANTÔNIO LUCCA (BANCO CENTRAL DO BRASIL) 71

O SENHOR GUSTAVO TAVARES BORBA (PROFESSOR DOUTOR E MESTRE, ADVOGADO, EX-DIRETOR DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E EX-CHEFE DA ÁREA JURÍDICA DA JUNTA COMERCIAL DO RIO DE JANEIRO – ESPECIALISTA CONVIDADO) 88

A SENHORA MARIA ISABEL DO PRADO BOCATER (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE COMPANHIAS ABERTAS – ABRASCA) 101

O SENHOR OTÁVIO YAZBEK (INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO EMPRESARIAL – IBRADEMP) 112

A SENHORA GABRIELA CORDONIZ (INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO EMPRESARIAL – IBRADEMP).....120

O SENHOR MARCELO BARBOSA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA).....128

O SENHOR MANOEL MESSIAS PEIXINHO (SINDICATO NACIONAL DOS SERVIDORES DA CVM - SINDCVM) 141

A SENHORA CRISTIANE DE OLIVEIRA COELHO GALVÃO (CONFEDERAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS – FIN) 148

O SENHOR FÁBIO HENRIQUE DE SOUSA COELHO (ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS - AMEC).....160

O SENHOR RICARDO TADEU MARTINS (ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL - APIMEC BRASIL) 171

O SENHOR EDUARDO BOCCUZZI - ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL (APIMEC BRASIL) 178

O SENHOR DIEGO RAMIRO (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ASSESSORES DE INVESTIMENTOS – ABAI)....179

O SENHOR BRUNO TABERA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ASSESSORES DE INVESTIMENTOS – ABAI)...183

O SENHOR FRANCISCO AMARANTE (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ASSESSORES DE INVESTIMENTOS - ABAI) 187

O SENHOR PAULO VASCONCELOS JACOBINA (SUBPROCURADOR-GERAL DA REPÚBLICA) 193

4/5/2026

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Boa tarde a todas as senhoras e a todos os senhores.

Saúdo o eminente Presidente, Ministro Edson Fachin, que nos honra com a sua presença e assumirá os trabalhos em breve para a sua saudação. Também temos a honra de receber o Decano do Tribunal, Ministro Gilmar Ferreira Mendes, o Subprocurador-Geral da República Paulo Jacobina, e a Juíza-auxiliar, Doutora Camila Murara. Do mesmo modo, saúdo a Doutora Isadora Cartaxo, que representa a Advocacia-Geral da União na condição de secretária-geral do contencioso da AGU. Saúdo, ainda, os representantes do partido autor, Doutor Rodolfo Rebouças, Doutor Leonardo Correia e Doutor Fábio Lemos de Oliveira. Cumprimento os representantes das organizações estatais, notadamente a Polícia Federal, a Comissão de Valores Mobiliários, o Coaf, o Conselho de Controle de Atividades Financeiras, e o Banco Central.

Teremos a exposição, senhoras e senhores, do Professor Gustavo Tavares Borba, que foi convidado por este Relator, e dos representantes de entidades, às quais agradeço o interesse e a colaboração com o Tribunal: Associação Brasileira de Companhias Abertas, Instituto Brasileiro de Direito Empresarial, Associação Brasileira de Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais, o

Sindicato Nacional de Servidores da CVM, a Confederação Nacional das Instituições Financeiras, a Associação de Investidores do Mercado de Capitais, a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais do Brasil e a Associação Brasileira dos Assessores de Investimento. Também, claro, meus cumprimentos à imprensa.

Estamos no âmbito da ADI 7.791, que foi proposta exatamente pelo Partido Novo. Este é um ato processual que se destina à instrução do feito. Todas as exposições materiais aqui ofertadas irão aos autos e, como de hábito, em todas as audiências públicas que me cabe presidir, ao final desta audiência, hoje, mais tardar, pela manhã, teremos algumas deliberações no sentido de possibilitar um melhor exame do mérito pelo Plenário do Tribunal.

Estamos discutindo a taxa de fiscalização que é imposta em face do poder de polícia da CVM. Há um questionamento feito pelo partido autor quanto à equivalência entre a arrecadação e os custos e a finalidade dessa mesma taxa. Constatamos, e daí a audiência pública, Senhor Presidente, dados iniciais, dados preliminares, apontando uma capacidade limitada da CVM, morosidade decisória e necessidade de aprimorar a articulação institucional no âmbito do próprio Estado.

Isso é importante para o mercado de capitais, para o desenvolvimento econômico do país, portanto para a geração de empregos para a população, e também para o combate à corrupção e à lavagem de dinheiro, bem como para os temas atinentes às facções criminosas. Com toda certeza, nenhum de nós, sejam os atores privados, sejam os agentes públicos, deseja que um mercado tão primordial para o Brasil seja utilizado, como infelizmente tem sido, conforme mostram escândalos recentes, para que atividades ilícitas acabem por se esconder em um ambiente tão vital para o país. Esse é, sumariamente, o escopo da audiência pública.

Depois teremos explicações complementares. Por ora, ouviremos o eminente Presidente, Ministro Fachin; posteriormente, o Ministro Gilmar Mendes; e, ato contínuo, teremos a exposição das partes e dos convidados. Assim, com muita alegria, ouvimos o Presidente Fachin.

O SENHOR MINISTRO EDSON FACHIN (PRESIDENTE) - Senhoras e senhores, excelentíssimo Senhor Ministro Flávio Dino, Relator da Ação Direta de Inconstitucionalidade 7.791 e que preside este ato, agradeço a Vossa Excelência o convite para aqui estar.

Cumprimento também o eminente Ministro Gilmar Mendes, Decano do Supremo Tribunal Federal e, desde logo, adianto que a presença do

Presidente do Tribunal e do Decano não é apenas uma deferência a Sua Excelência o Relator - o que já seria, por si só, suficiente -, mas é também um reconhecimento da importância deste tema e desta questão na ambiência da prestação jurisdicional no âmbito de uma ação de controle concentrado de constitucionalidade. Portanto, é nesse horizonte que aqui estamos, ao lado do Doutor Paulo Jacobina, aqui representando o Ministério Público Federal, e também da Doutora Camila Murara, que auxilia o eminente Ministro Dino nesses afazeres. Cumprimento também as senhoras e os senhores advogados, representantes da Advocacia-Geral da União, do Banco Central, da Comissão de Valores Mobiliários, do Conselho de Controle de Atividades Financeiras e também da Polícia Federal.

Especialistas aqui presentes, demais pessoas que também nos acompanham pelos canais de transmissão, em nome da Presidência do Supremo Tribunal Federal, secundando Sua Excelência o Relator, expresso nossos votos de boas-vindas a todas e a todos, especialmente a esta audiência pública convocada pelo Ministro Flávio Dino, como dito, no âmbito da Ação Direta de Constitucionalidade 7.791.

Mais uma vez agradeço a Sua Excelência o convite e o privilégio de dirigir às senhoras e aos senhores estas breves palavras.

Esta audiência versa sobre uma questão que, embora de aparência eminentemente técnica, toca algo essencial para qualquer Estado de Direito democrático: os limites do poder de tributar e a relação entre o que o Estado cobra e o que o Estado efetivamente entrega à cidadania. E é precisamente por isso que a realização desta audiência pública, convocada pelo Ministro Flávio Dino, é medida fundamental e imprescindível.

Trata-se de uma audiência que se situa no percurso das audiências públicas no âmbito do Supremo Tribunal Federal. E não é por acaso que essas audiências estão previstas em leis que disciplinam o processo e o julgamento das ações diretas de inconstitucionalidade e das arguições de descumprimento de preceito fundamental. As audiências existem porque este Tribunal reconhece, com toda a gravidade que o tema comporta, os limites do conhecimento produzido no âmbito de uma Corte Constitucional e de uma Corte de Justiça. Para dar concretude a esse imperativo, esse instrumento vem sendo utilizado como forma de abrir o processo decisório constitucional à contribuição qualificada da sociedade, de especialistas, de entidades técnicas e de todos aqueles e aquelas que têm relevante contribuição a acrescer a esse debate.

Ao lado das dimensões técnico-jurídicas próprias, o Ministro Dino acaba de mencionar também circunstâncias referidas e pertinentes a escândalos recentes que mostram a exata consequência nefasta da ausência de

limites e de controle. Logo, nessa medida, ao lado de apurar e sancionar quem eventualmente tenha incorrido em desvio, é fundamental também discutir, macroscopicamente, as causas de ausências de limites e de controles. E é para isso que este Supremo Tribunal Federal aqui está.

A Corte está ciente, como deve ser, de que, ao julgar a presente ação, sua interpretação da lei gerará efeitos que se projetarão sobre todo o mercado de capitais brasileiro, sobre os agentes que nele operam, sobre os investidores que dele dependem e sobre a capacidade regulatória do Estado. Uma decisão dessa magnitude precisa ser construída com o melhor insumo possível.

Esse insumo nem sempre está disponível apenas nos autos. É preciso ter esta abertura dialógica que o Ministro Flávio Dino revela desde o momento em que adentrou este Supremo Tribunal Federal, para o diálogo que constrói e para a escuta atenta nessa construção de soluções.

Aos expositores e às expositoras habilitados, quero dizer-lhes que a vossa contribuição é parte constitutiva desse processo. As senhoras e os senhores são interlocutores e interlocutoras indispensáveis de uma decisão que a Corte ainda está a construir neste processo e em todos os processos em que a audiência pública se realiza.

Ao público que nos acompanha pelos canais de transmissão, também me permito dizer que audiências como esta são uma demonstração prática de que o controle de constitucionalidade no Brasil não acontece de portas fechadas. Eis aqui, hoje, um grande e belo exemplo. Por isso, a vossa participação é essencial para que isso ocorra com transparência e abertura ao contraditório qualificado.

Finalizando estas breves palavras, agradeço, uma vez mais, ao eminente Ministro-Relator, Ministro Flávio Dino, pelo convite a mim dirigido, e reitero meus cumprimentos pela convocação desta audiência pública, em uma exemplar demonstração de como se realiza a jurisdição constitucional.

Ministro Flávio Dino, muito obrigado.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu que agradeço a Vossa Excelência, Presidente, que trouxe, além de tudo quanto foi posto, a palavra institucional do Tribunal, o que é importante para as partes, na medida em que a pauta depende da construção de Vossa Excelência, e a sua presença significa e sinaliza a primacialidade deste tema.

Nós agradecemos e também enalteço a explicação de Vossa Excelência quanto à perspectiva de uma ação de controle concentrado, à dimensão macroscópica, como Vossa Excelência aludiu, e prospectiva. Temos aqui processos

que tratam de bancos de operação A ou B, Carbono Oculto, entre outros. São visões microscópicas e retrospectivas.

Aqui estamos tratando da dimensão estrutural do problema, como Vossa Excelência bem apontou. É significativo, também, que esteja o Decano, Ministro Gilmar Mendes, que preside a Segunda Turma. Portanto, temos aqui o Presidente do Tribunal, o Presidente da Primeira Turma e o Presidente da Segunda Turma. Já se formou o quórum. Por isso, queremos também destacar a presença do Ministro Gilmar.

Vossa Excelência quer falar daqui?

O SENHOR MINISTRO GILMAR MENDES - Não, por favor.

SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Aqui, antiguidade é uma instituição fortíssima. Assim, com muita alegria, agradecendo mais uma vez ao Ministro Fachin, passo a palavra ao Ministro Gilmar.

O SENHOR MINISTRO GILMAR MENDES – Senhor Presidente Edson Fachin, do Supremo Tribunal Federal, Senhor Ministro-Relator da ADI 7.791 e presidente desta audiência pública, Ministro Flávio Dino, Senhor Subprocurador-Geral, Senhora Juíza-Auxiliar, senhores participantes desta audiência pública, gostaria, inicialmente, de parabenizar o Ministro Flávio Dino pela oportuna iniciativa de convocar esta audiência pública, instrumento de abertura desta Corte

à pluralidade das vozes que devem ser sujeitos ativos na interpretação constitucional.

Em matérias técnicas, multifacetadas e de elevado impacto social, como a que ora se examina, a participação qualificada de especialistas, reguladores, agentes de mercado e da sociedade civil é o que confere densidade técnica e democrática à jurisdição constitucional.

A discussão inicialmente trazida ao Supremo na ADI 7.791, a constitucionalidade da taxa disciplinada pela Lei nº 14.317, de 2022, teve seu escopo ampliado para a questão da capacidade fiscalizatória e da eficiência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Enfatizo, eminente Ministro Flávio Dino, o acerto de Vossa Excelência ao recalibrar o alcance dos debates, já que este tema se situa numa trincheira crucial para o Estado brasileiro: sua capacidade de regular, fiscalizar e impor sanções efetivas no setor financeiro.

Como se sabe, agora, a magnitude do recente escândalo do Banco Master, cujos detalhes vão sendo aos poucos revelados, vem gerando justas perplexidades e indignação na população e corroendo a reputação de nossas instituições.

De fato, os números do Datafolha, divulgados em 11 de março, são eloquentes e desautorizam qualquer leitura seletiva da crise de credibilidade que atravessa o país: 45% dos brasileiros desconfiam do Congresso, 43% da Presidência da República, mesmo índice que o do STF, 36% da imprensa, 52% dos partidos políticos. Temos, portanto, um quadro de descrédito generalizado impulsionado pelas dificuldades que o Estado brasileiro tem enfrentado para atender demandas básicas dos cidadãos. Nesse sentido, pretender resolver a crise de confiança mirando apenas o Supremo Tribunal Federal é, no mínimo, ingenuidade, mas mais provavelmente, miopia deliberada e intenções obscuras.

De todo modo, não nos furtamos ao diálogo sobre o aprimoramento da Corte. A propósito, o eminente Ministro Flávio Dino propôs, em artigo recente, uma discussão sobre a nova reforma do Judiciário, elencando 14 diretrizes voltadas ao redesenho de todo o sistema de justiça. Da revisão de competências recursais, a penas mais duras para juízes e promotores envolvidos com corrupção, à disciplina do uso de inteligência artificial nos processos e ao fim da aposentadoria compulsória como punição para magistrados. A proposta é oportuna, consistente e merece ser levada adiante.

Aproveito este importante evento para endossar esta meritória proposta e trazer contribuições para o debate. Tenho dito que o debate sobre reformas institucionais não deve se guiar por uma visão míope de que os problemas

se concentram no Judiciário e de que essa seria a única instituição a ser aprimorada. Precisamos de uma reforma muito mais ampla e profunda, algo como um novo pacto republicano ou talvez um pacto pela reforma do Estado.

É necessário avançar na racionalização das emendas parlamentares, no aperfeiçoamento do sistema eleitoral, especialmente o modelo proporcional, na disciplina dos poderes das CPIs, na tutela da soberania digital, no aperfeiçoamento do sistema de freios e contrapesos, da transparência e da fiscalização do exercício dos poderes e na revisão das distorções remuneratórias, que ainda persistem em diversas carreiras dos serviços públicos, entre outras coisas.

Do ponto de vista das reformas necessárias para aprimorar o funcionamento das agências responsáveis por regular o sistema financeiro nacional, foco desta audiência, o ponto central é o reforço efetivo da capacidade fiscalizatória da CVM e do Banco Central, eliminando vácuos regulatórios que propiciam a utilização de instrumentos financeiros, como fundo de investimentos para acometimento de malfeitos.

Para aprimorar os mecanismos de regulação dos mercados financeiros e de capital brasileiro, para além dos investimentos em estrutura pessoal e inteligência dos órgãos responsáveis, é necessário modernizar o marco

regulatório do setor. Entre outros pontos, importa aperfeiçoar a disciplina de indicação para os cargos de diretores e conselheiros das agências reguladoras, que nem sempre seguem critérios técnicos. Repensar o modo de provimento desses assentos, vinculando-o a parâmetros objetivos de qualificação técnica e independência funcional, é condição para que essas estruturas cumpram efetivamente a missão de proteger o sistema financeiro na ponta, o cidadão.

Ministro Flávio, o Brasil é hoje, segundo dados da *International Investment Funds Association*, o país com o maior número de fundos de investimento de todo o mundo, 31 mil. É quase o dobro do segundo colocado, a Coreia do Sul. E o triplo dos Estados Unidos, que ocupam a quinta colocação. Mas, enquanto os norte-americanos lideram o *ranking* mundial em relação ao valor total dos ativos nesses fundos, 44,8 trilhões de dólares, 51,7% do total, o Brasil ocupa a oitava colocação, com a quantia de 2,6 trilhões de dólares. Os dados são eloquentes e mostram um descompasso que deveria atrair a atenção de todos aqueles que se preocupam com a solidez do sistema financeiro nacional.

A esse dado sobre o número atípico de fundos soma-se uma dificuldade crônica de identificação de seus cotistas, como já vimos, o que torna o sistema opaco e facilita a sua utilização pelo crime organizado, em ilícitos que vão desde a sonegação de impostos à lavagem de dinheiro, até esquemas bilionários

com postos de combustíveis, contrabando de cigarros e bebidas e venda ilegal de ouro.

Causa perplexidade que somente em janeiro deste ano, a administração tributária passou a ser informada por administradores de fundos de investimento sobre CPFs de seus cotistas. A Instrução Normativa nº 2.290/2025, editada pela Receita Federal no final do ano passado, passou a exigir que essas informações sejam repassadas numa declaração chamada Formulário Digital de Beneficiários Finais. Até então, havia obstáculo para que a Receita soubesse quem são as pessoas físicas donas do dinheiro. Hoje, a partir das revelações do caso referido, sabe-se que essa opacidade foi fator determinante para muitos dos crimes financeiros identificados no referido escândalo.

Rapidamente, faço uma consideração, Ministro, sobre essa questão que envolve agora a CVM. A comparação entre a estrutura da CVM com seus congêneres no exterior também é alarmante. Enquanto a CVM conta com 450 servidores e orçamento equivalente a 48 milhões de dólares, a SEBI, na Índia se vale de mais de mil agentes e um orçamento de 160 milhões de dólares. A disparidade se agrava quando comparamos a CVM com o BaFin, na Alemanha, 2.800 servidores e orçamento de 620 milhões de dólares. A FCA, no Reino Unido, 4.500 servidores e orçamento de 1,1 bilhão de dólares. A AMF, na França, 500 servidores e orçamento de 145 milhões de dólares.

Especialistas também apontam um fenômeno parecido no Banco Central. Editorial recente do *Globo*, do dia 2 de maio, aponta que as ações de supervisão de instituições financeiras pelo Banco Central caíram quase 40% nos últimos cinco anos.

Portanto, em boa hora, Vossa Excelência tomou essa decisão de trazer esse tema a debate de uma forma pública como permite a nossa legislação e determinar esta audiência pública.

Senhoras e senhores, se podemos tirar uma lição de todos esses escândalos financeiros que abalaram alguns alicerces da República, é que a regulação dos fundos de investimento e a fiscalização do mercado de capitais é hoje, e deve ser hoje, prioridade estratégica indelegável e impostergável do Estado brasileiro.

Cumprimento mais uma vez o Ministro Flávio Dino por sua visão, por seu tirocínio, pelo acerto da iniciativa. E desejo a todos um proveitoso debate. Que dele saiam subsídios robustos, não apenas para a deliberação desta Corte, mas para a discussão sobre essas reformas a ser enfrentada com a urgência e a profundidade que se impõe pelo Legislativo, pelo Executivo e por toda a sociedade.

Muito obrigado.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu é que agradeço a Vossa Excelência, que traz a sua experiência, inclusive internacional, de grande valia para a nossa reflexão, assim como também a perspectiva mais ampla do Estado.

Presidente, a Doutor Isadora Cartaxo, que é a secretária-geral do contencioso da AGU, já deve ter feito comigo umas 20 audiências, mais ou menos. Se ela tivesse cartão de milhagem, ela seria *gold*. E por isso mesmo ela sabe que essa abordagem sistêmica que Vossa Excelência apresenta é a que eu procuro imprimir, porque aqui ela representa a União. Nós temos órgãos e entes, mas submetidos ao mesmo guarda-chuva. Então, com certeza, Ministro Gilmar, essa visão de que, claro, nesses autos discutimos CVM, mas há uma interface com o Banco Central, Receita, Polícia, Coaf, com certeza estará no âmbito das preocupações do Tribunal.

Portanto, eu agradeço muito a presença de Vossas Excelências, imagino que podem ou não permanecer por algum tempo, mas nós vamos agora prosseguir na audiência. Indago se Vossa Excelência quer...

O SENHOR MINISTRO EDSON FACHIN (PRESIDENTE) - Ouvirei a manifestação do...

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Do partido autor. Muito bem, muito obrigado.

Então, como já anunciado, nós vamos dar início à manifestação primeiro das partes. O partido autor tem 15 minutos, Doutores Rodolfo, Leonardo e Fábio, a critério de Vossas Excelências ocuparem a tribuna dentro do tempo global, que vai até as 15 horas, são 14h43, 2 minutos ficam de homenagem pelo acerto da iniciativa. Em seguida, vamos ouvir a Advocacia-Geral da União.

Peço apenas que o senhor indique, o senhor é Doutor Rodolfo. Muito bem, Vossa Excelência tem a palavra.

O SENHOR RODOLFO REBOUÇAS (ADVOGADO REPRESENTANTE DA PARTE AUTORA) - Excelentíssimo Ministro Flávio Dino, presidente desta audiência, excelentíssimo Ministro Edson Fachin, Presidente do Supremo Tribunal Federal, excelentíssimo Senhor Ministro Gilmar Mendes, Decano da Corte, excelentíssimo Senhor Paulo Jacobina, Procurador, e excelentíssima Doutora Camila. Muito obrigado pela atenção dos senhores. É um privilégio estar aqui nessa audiência, e, diante do rápido tempo, eu serei um pouco direto.

Minha fala terá três pontos. Primeiro, a história, que será uma história curta. A taxa é um tributo antigo. Isso é interessante, porque tributos antigos permitem testes, permitem visualização, permitem construção. A taxa, na década de 40, quando ela começou, tinha muitos problemas, a todo momento se

criavam taxas. Quando vem Rubem Gomes de Sousa ali com a Emenda nº 65 e o CTN, tenta restringir todas essas possibilidades, deixando claro uma questão básica: que a taxa serve para custear, no caso específico, o poder de polícia, o exercício do poder de polícia.

E o que fez a taxa da CVM? Buscou fazer isso. No momento em que buscou, na alteração promovida pela Lei nº 14.317, a manutenção da neutralidade, pressupondo que aquele valor, naquela época, na prognose legislativa, isso está bem claro nos documentos, seria de R$ 580 milhões por ano. Então, se partiu do pressuposto de que esse valor será mantido, e, diante dessa situação, a alteração aqui será um critério de justiça fiscal, dos maiores pagarem mais e dos menores pagarem menos. Esse foi o contexto histórico dessa taxa.

Houve só um problema básico, que é um problema nuclear da taxa, a ausência de um orçamento prévio para confirmar se aqueles valores que anteriormente estavam sendo arrecadados eram suficientes para a atuação da instituição ou para infirmar isso. Esse orçamento inexiste, e aqui é o ponto central da minha fala. A peça orçamentária dizendo quanto a instituição precisa é o elemento, é a pedra de toque, que demonstra como é que vai se dar o desenvolvimento ou o desenho do tributo. Essa peça inexiste.

E aqui é o primeiro problema de inconstitucionalidade. Porque com a peça, e aí eu gostaria de afirmar uma coisa muito clara, o Partido Novo defende a CVM, entende que a existência da CVM é correta, entende que o trabalho dela é certo e que a instituição tem muito a contribuir como já contribuiu. Mas a inexistência de um orçamento, quando da Lei nº 14.317, macula de inconstitucionalidade o tributo, por uma questão muito básica. A taxa, por ser um tributo vinculado - e essa classificação passou por Ataliba, Rubens Gomes de Sousa, Bernardo Ribeiro de Moraes, que tem um livro específico sobre taxas -, todos eles diziam o seguinte: para eu ter o serviço, o poder de polícia, eu preciso saber quanto ele custa. E o valor desse custo será dividido entre aqueles que são fiscalizados. Esse pressuposto é muito básico e ele é elementar.

Por isso, novamente, reafirmo a inconstitucionalidade porque, quando eu crio a lei que cria o órgão que vai fazer o poder de polícia e eu crio a taxa, o elemento de conexão entre essas duas normas é o orçamento, e aqui inexiste.

Esse orçamento, Excelências, como o Ministro Gilmar Mendes até trouxe essa transversalidade dos países que têm o seu orçamento, faz a demonstração da corretude e ele faz também a necessidade de um controle *a posteriori*, porque esse controle *a posteriori* vai existir sabendo: está havendo superávit ou não está havendo superávit?

E aqui há um ponto interessante porque o Ministro Barroso, em três precedentes claros, já citados principalmente na nossa ADI, disse que, se houver um superávit muito grande, há uma inconstitucionalidade porque ali está havendo uma tergiversação para um imposto em vez de uma taxa. Mas o Ministro Nunes Marques, em um precedente recente, disse que pode haver algum superávit. A pergunta aqui hoje é qual é a calibração.

Mas, independentemente do que aconteça, Senhores, não pode haver a tergiversação desse recurso para o Tesouro. Esse é o ponto nuclear.

O segundo ponto nuclear que defendemos é que, apesar de não existir orçamento e a taxa ser completamente inconstitucional, a da 14.317, a inexistência de um orçamento não permite a visualização de qual é o superávit ou não.

Finalizando, isso é necessário para desenvolver o rateio. E não estamos discutindo aqui a capacidade contributiva, não estamos discutindo critérios de base de cálculo como nas ADIs anteriores que trataram da taxa da CVM. Então, esse critério precisa do orçamento. Como não existe orçamento, eu não sei nem como dizer se a taxa é correta, ou não, sob a perspectiva da capacidade contributiva. Bom, encerro a minha fala, Senhores, para passar a palavra para os demais.

Obrigado!

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Agradeço ao senhor, inclusive porque, quando anunciou que seria breve e começou de Rubens Gomes de Sousa, eu fiquei um pouco aflito, mas Vossa Senhoria foi fiel ao tempo.

O Doutor Leonardo tem a palavra para a sequência.

O SENHOR FÁBIO PAGNOZZI (ADVOGADO REPRESENTATE DA PARTE AUTORA) - Ilustre Ministro Flávio Dino, ilustre Ministro Luiz Edson Fachin, ilustre Decano Gilmar Mendes e todos os colegas aqui presentes.

Primeiro, eu queria agradecer a sensibilidade do Ministro Flávio Dino e dos outros Ministros que acompanham de ter marcado esta audiência pública por um tema tão relevante.

Eu acho que o Doutor Rodolfo, embora de forma curta, tenha explicado magistralmente por que essa taxa é inconstitucional. Eu acho que é interessante colocar sob perspectiva o caso concreto, os fatos. Eu acredito que contra fatos não há argumentos.

Eu queria colocar sob perspectiva que, em 2015, a arrecadação da CVM com taxa de fiscalização, aí eu estou excluindo receitas patrimoniais,

receitas com multa, era em torno de R$ 300 milhões, dos quais R$ 233 milhões eram destinados à CVM. E, à época, 81% das receitas de taxas eram destinadas diretamente à CVM.

Agora, em 2025, a arrecadação da CVM, tão somente com taxas, foi de quase R$ 1,2 bilhão, dos quais apenas R$ 269 milhões foram destinados à CVM. Ou seja, apenas 23% do que é arrecadado com taxas é destinado à CVM.

E aí, dentro de um conceito jurídico indeterminado ou determinável, o que seria razoabilidade? O que seria proporcionalidade, referibilidade? Esses dados, para mim, deixam claro, na verdade, que hoje a CVM sofre dois problemas. O primeiro é que não tem orçamento suficiente para desempenhar o seu papel, e o contribuinte vem sendo cobrado por um valor que é muito superior àquilo que é necessário para destinar à CVM.

Além disso, é importante colocar sob perspectiva que, muito embora a proporcionalidade ou a referibilidade, ainda não há uma decisão definindo o que seria, qual seria o percentual adequado, a Constituição Federal, no seu art. 76 do ADCT, definiu que a União Federal só poderia desvincular 30% do valor das taxas. Então, nós acreditamos que há uma dupla inconstitucionalidade, seja pela utilização da taxa como um recurso vinculado, e seja também pelo fato de que a União está avançando em mais do que 30% da arrecadação da CVM.

A partir do momento em que se permite que a União Federal avance sem qualquer limite às receitas de taxa, se cria justamente essa distorção, em que a CVM arrecada 1 bilhão e 200 e só recebe 300 milhões. Onde se cria um incentivo para que a União Federal utilize a taxa como forma de arrecadação de imposto. Onde se cria um incentivo para que, pensando numa questão orçamentária, se possa sucatear uma agência reguladora.

E agora eu passo para os dados em relação ao mercado. Eu acho que nem precisaria, depois da brilhante manifestação do ilustre Ministro Gilmar Mendes, mas aqui eu coloco sob perspectiva o mercado brasileiro.

O crescimento do número de regulados pela CVM nos últimos 10 anos foi de 231%, partindo de 28 mil e 92 mil. E a CVM ainda tem muito que cuidar dos entes que nem sequer são regulados, criptoativos ou outras questões que vêm surgindo. Os investidores em bolsa, pessoas físicas, nos últimos 10 anos, tiveram um crescimento de 1.000%. Hoje, são mais de 6 milhões. Os cotistas de fundos de investimento, um crescimento de 160%. Hoje temos 26 milhões e meio de cotistas. A capitalização do mercado brasileiro chegou, em 2023, a 50 trilhões. Todos esses dados foram extraídos da própria CVM.

Enquanto isso, quando colocamos sob perspectiva que o orçamento da CVM, em 2015, era de 233 milhões e, em 2025, 10 anos depois, 269,

esse crescimento foi de apenas 15%. Se considerarmos tão somente a inflação no período em que tivemos 67% do IPCA, ou 98% do índice de IGP-M, pasmem, o orçamento da CVM encolheu.

O número de servidores - o meu número, que eu busquei dentro da CVM, é um pouco diferente -, em 2012, são 578 servidores e, em 2025, o último número que eu consegui extrair, 398, ou seja, nos últimos 13 anos, o quadro de funcionários da CVM reduziu 31%, apesar de todos os desafios que foram aqui elucidados pelos ilustres Ministros. Os dados, de fato, são eloquentes.

Portanto, aqui, no caso concreto, temos uma dupla inconstitucionalidade autônoma e acumulada. A primeira é pelo fato de que a taxa é flagrantemente desproporcional, sejam os R$ 269 milhões, que representam 23% da arrecadação. E nós, do Partido Novo, defendemos que a CVM tem que ter mais orçamento, mas que ainda que se triplique o orçamento da CVM, ainda assim essa taxa é desproporcional.

E também temos uma segunda inconstitucionalidade, que é o fato de a União desrespeitar a Constituição Federal ao se apropriar de um percentual superior a 30%, que é o percentual previsto no art. 76 do ADCT.

Muito obrigado. Passo a palavra ao meu colega Leonardo.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Agradeço ao senhor, Doutor Fábio, e peço desculpas pela inversão do nome. Agora, sim, é Doutor Leonardo. E com isso finalizamos a manifestação da parte autora.

O SENHOR LEONARDO AZEVEDO CORREA (ADVOGADO REPRESENTANTE DA PARTE AUTORA) - Excelentíssimo Senhor Ministro Flávio Dino, Senhor Ministro Luiz Edson Fachin, Senhor Ministro Gilmar Mendes, Decano da Corte, em nome de quem eu cumprimento os demais.

Meus colegas apresentaram com a precisão que a matéria exige o núcleo da demanda. A Lei nº 14.317, de 2022, instituiu uma taxa, que em sua grandeza e em seu destino, deixou de ser taxa. Arrecada-se pelo exercício do poder de polícia e o produto segue, em mais de dois terços, rumo diverso do órgão fiscalizador.

O que se pede a esta Corte, no mérito, é a declaração de inconstitucionalidade dos dispositivos que viabilizam essa engrenagem ou, alternativamente, o reconhecimento da vinculação integral das receitas à atividade que justificou a sua criação.

O despacho convocatório e o roteiro complementar desta audiência trouxeram um conjunto expressivo de indagações, quatorze ao todo, de A à N sobre a suficiência de recursos da CVM, a destinação da taxa, o estado da sua

estrutura tecnológica e de pessoal, as zonas cinzentas com o Banco Central, os impactos de cenário de redução de alíquota. São perguntas relevantes, e a resposta que os expositores venham a oferecer tem valor inegável.

Há, contudo, uma distinção que convém sublinhar. Essas perguntas, em sua maioria, são perguntas de política pública; são as perguntas que o Congresso Nacional precisa fazer ao aperfeiçoar a lei. Não são perguntas cuja resposta, por si, resolve a controvérsia constitucional específica posta nessa ADI.

Esta audiência reúne pessoas de competência inequívoca, cujas manifestações honrarão o rito e enriquecerão o debate. Ninguém aqui, porém, nem os que subscreveram a petição, nem os que a ela se contrapõem, nem os que falarão aqui hoje, recebeu um voto sequer do povo. E é o povo, nos termos do parágrafo único, art. 1º, da Constituição, o único titular originário do poder.

Daí decorre que, por mais autoridade técnica reunida neste recinto, ninguém detém legitimidade para redesenhar a lei a fim de salvá-la de sua própria inconstitucionalidade.

Hayek descreveu há muito o problema do conhecimento. As informações necessárias para organizar a vida em sociedade estão dispersas em milhões de indivíduos, cada qual detentor de um fragmento que ninguém mais possui.

Randy Barnett, titular da Cátedra Patrick Hotung de Direito Constitucional do Centro da Universidade de Georgetown, estendeu uma observação e formulou os três problemas permanentes de toda a ordem social: o conhecimento, o interesse e o poder.

Em trabalho recente, ainda inédito, recupera o vocábulo clássico do constitucionalismo para nomear o conceito que disciplina as três respostas aos três, o conceito de competência. No sentido clássico, competência não se confunde com a capacidade técnica, delimita a jurisdição própria de cada instituição relativamente à natureza da decisão a ser tomada. Afirmar que um órgão carece de competência para certa classe de questões é afirmar que tais questões não foram confiadas a ele, que não pertencem ao seu ofício, ainda que ele, em hipótese, pudesse decidi-las bem.

É sob essa gramática que a Constituição brasileira distribuiu o poder. Confia ao Legislativo a composição dos interesses difusos da sociedade em uma regra geral e reserva ao Judiciário a função distinta de aferir se essa regra respeita os limites que a precedem. A atribuição e dever do Judiciário é dizer o que a lei é, não o que ela deveria ser. O pedido delimita a jurisdição. O Supremo Tribunal Federal, nesse caso, decide dentro das margens do que lhe foi posto.

Duas saídas se desenham com naturalidade a partir da causa de pedir. A primeira é a declaração de inconstitucionalidade dos dispositivos que viabilizam a conversão da taxa de imposto disfarçado, devolvendo ao legislador a tarefa de recompor a exação dentro dos limites constitucionais. A segunda é o reconhecimento que o tributo nascido vinculado permanece vinculado, pelo modo que a integralidade de sua arrecadação deve acompanhar o destino que lhe é próprio, vedada a apropriação pelo Caixa Único do Tesouro.

Qualquer terceiro caminho ultrapassaria, *data maxima venia*, a competência da Corte. Reformular alíquotas, redistribuir o destino arrecadatório, talvez fosse caminho para o Legislativo.

Mais do que isso, a própria reestruturação da CVM, criação de cargos, fixação de atribuições, organização administrativa da autarquia é matéria que a Constituição, nos arts. 61, § 1º, e 84, II e VI, retira da iniciativa parlamentar e reserva ao Chefe do Poder Executivo. Sequer o Congresso Nacional, por lei de sua própria iniciativa, poderia redesenhar a autarquia para corresponder ao padrão de arrecadação que hoje se discute.

Se a reserva de iniciativa opera como barreira, mesmo entre os poderes políticos, a pretensão de que este Tribunal realize, por decisão judicial,

aquilo que o Legislativo não pode sequer deflagrar, ultrapassa duas camadas sucessivas de separação de Poderes.

Há uma lei inconstitucional, há uma petição que pede o que pode ser pedido e há uma Constituição que indica com clareza aonde se pode ir. O que tiver além desse limite, seria matéria para o Congresso Nacional.

Inclusive, o Ministro Gilmar Mendes mencionou a importância do Legislativo, e esta audiência é muito importante para que o debate venha e para que, no nosso ver, no ver do Partido Novo, o legislador trate dessas questões que foram postas.

Muito obrigado a todos.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Nós agradecemos a Vossa Excelência e compartilhamos integralmente da tese de que os outros Poderes devem dialogar conosco a partir da provocação feita pelo Partido Novo ao Supremo Tribunal Federal, o que pressupõe, obviamente, que o Supremo se pronuncie sobre os temas trazidos por Vossas Excelências, e assim ocorrerá.

Passo a palavra à Doutora Isadora Cartaxo, que representa a União, na condição de secretária-geral do contencioso.

A SENHORA ISADORA CARTAXO (ADVOCACIA-GERAL DA UNIÃO) - Excelentíssimo Senhor Ministro Flávio Dino, Relator, excelentíssimo

Presidente desta Suprema Corte, Ministro Edson Fachin, excelentíssimo Ministro Gilmar Mendes, excelentíssimo Doutor Jacobina, senhoras e senhores presentes, é sempre com imensa satisfação, Ministros, que a Advocacia-Geral da União participa de mais uma audiência pública neste Supremo Tribunal Federal.

Esse procedimento evidencia a relevância da participação democrática na tomada de decisões envolvendo a interpretação do Texto Constitucional e enriquece grandemente o debate com informações de especialistas e da sociedade civil sobre os temas em discussão.

A realização de audiências públicas, como a de hoje, demonstra a importância que o Supremo Tribunal Federal atribui ao diálogo institucional e à participação social e democrática na jurisdição constitucional. Elas têm se mostrado instrumento visando ao aperfeiçoamento das decisões, especialmente quando abordam temas de alta complexidade técnica e de impacto social. A Advocacia-Geral da União reconhece a importância de pluralizar o debate, ouvindo diversos atores com elevada *expertise* nos temas em discussão. A abertura a diferentes perspectivas enriquece a compreensão do assunto e permite que as decisões desta Suprema Corte reflitam, com maior precisão, as nuances e as implicações nelas envolvidas de todas as ordens. Nesse contexto, a audiência pública possibilita que atores que não teriam legitimidade para se manifestar no controle concentrado sejam ouvidos, trazendo suas perspectivas e considerações.

Em relação especificamente às questões envolvendo a taxa de fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, de que trata a ADI 7.791, compreende-se que elas apresentam elevada complexidade técnica, que ultrapassa as questões postas nos autos, demandando essa oitiva atenta. Ouvir especialistas, entidades setoriais e servidores pode, certamente, trazer luzes sobre o que é tratado na ação, permitindo uma tomada de decisão final amadurecida e embasada.

O objeto desta ação recai sobre a Lei nº 14.317, de 2022, que promove a atualização da taxa de fiscalização. De um lado, os autores sustentam que a majoração teria extrapolado os limites do poder de polícia, acarretando violação ao princípio do não confisco. De outro, a Advocacia-Geral da União defendeu, nos autos, a plena constitucionalidade da norma, demonstrando que a nova sistemática de cálculo não apenas assegura a sustentabilidade de uma autarquia vital para o mercado de capitais, como também promove justiça fiscal, ao incluir novos agentes e observar a capacidade contributiva dos participantes, respeitando o critério de equivalência. À mesma conclusão chegou, conforme consta dos autos, a manifestação da Procuradoria-Geral da República, em parecer que conclui pelo não conhecimento da ação e pela improcedência dos pedidos.

Será, certamente, enriquecedor ouvir as posições dos diversos atores nesta audiência pública, com dados e elementos adicionais que serão trazidos, a fim de compreender e enriquecer esse debate e em que extensão e em

que medida esses pontos que serão trazidos dialogam com as questões postas na ADI. A presença da AGU sempre reafirma, portanto, o compromisso institucional de atuação atenta perante este Supremo Tribunal Federal, acompanhando todas as causas e, em especial, essas com relevância dessa envergadura.

Reforçamos que a AGU permanece sempre aberta ao diálogo. Estamos aqui para acompanhar atentamente todas as exposições, aprender com os diferentes pontos de vista, certos de que, ao final deste debate público, haverá ricas contribuições para uma decisão, no âmbito de um processo constitucional dessa envergadura, plenamente amadurecida.

Agradeço mais uma vez. Muito obrigada.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Nós é que agradecemos à Doutora Isadora Cartaxo, e assim se forma o contraditório básico, a bilateralidade entre as duas teses centrais, aquela representada pela parte autora e pela União. A propósito, teremos, ao final, a manifestação da Procuradoria-Geral da República, sem prejuízo de, também após a audiência, haver abertura para manifestação complementar tanto das partes quanto do Ministério Público, uma vez que, com certeza, a audiência trará elementos de grande relevância.

Em seguida, ouviremos a CVM, ao tempo em que anuncio o Doutor João Carlos e o Doutor Daniel, ao tempo em que informo que deixarão a

audiência o Presidente Fachin e o Ministro Gilmar Mendes, mais uma vez agradecendo a ambos.

Então, agradecemos a todos: muito obrigado.

Passemos aos 30 minutos da Doutora Isadora, falando pela CVM. Houve uma solicitação, e nós a entendemos pertinente pelos dados técnicos; portanto, teremos até 30 minutos.

Têm a palavra e a possibilidade de se manifestar na tribuna, sequencialmente, tanto o Doutor João Carlos, quanto o Doutor Daniel. Em seguida, ouviremos o Coaf e a Polícia Federal.

O SENHOR JOÃO CARLOS DE ANDRADE UZEDA ACCIOLY (PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM) - Obrigado.

Boa tarde a todos. Cumprimento o excelentíssimo Senhor Ministro Flávio Dino, Relator desta ADI, e todos os presentes na pessoa do Ministro, a quem agradeço por esta oportunidade de participar deste debate, nesta audiência pública, especialmente pelo momento que CVM tem passado.

Tenho defendido a transparência dos debates que informam as decisões da CVM com bastante convicção e me esforçado para implementar isso na própria CVM. Portanto, é com muita alegria que recebemos o exemplo vindo do mais alto nível quanto à transparência dos debates, na qual se baseiam as decisões,

bem como à tolerância à divergência de ideias e ao debate, dos quais advirão as melhores decisões.

Assim, agradeço esta oportunidade na condição de Presidente Interino da CVM e também como cidadão, dada a importância que o mercado de capitais possui.

A CVM tem interesse direto nesta ação: possui tanto o interesse, sob a ótica do interesse público secundário, de dispor de maior orçamento, mas, principalmente, o interesse público primário de zelar e contribuir para um mercado de capitais que tenha confiabilidade e possa melhor exercer sua função de transformar os recursos poupados pela população em capital produtivo.

Então, um breve histórico, o qual já foi bastante bem apresentado pela parte autora.

Aqui, temos um histórico, um desenho de como são as receitas da taxa e como ela é distribuída. Isso também já foi bem apresentado, mas, aqui, mostramos o tipo de contribuinte, evidenciando basicamente o crescimento do mercado. Pode-se verificar, pelo tipo de contribuinte, que a taxa em si - o estabelecimento da lei e o redesenho que houve - teve, como já exposto, o propósito de uma redistribuição e a introdução de uma maior noção de progressividade, para

que agentes de menor capacidade contributiva pudessem pagar menos. Portanto, não havia o objetivo de aumentar a arrecadação.

Aqui, um histórico do orçamento discricionário da CVM, mostrando como ele vem se comportando ao longo do tempo.

Vocês podem ver que, em 2014, era de R$ 61 milhões; isso são valores nominais. Se ajustarmos isso para a inflação, estamos falando de algo perto de R$ 105 milhões, pelo IPCA. Então, de R$ 105 milhões, em 2014, para, em 2025, R$ 35 milhões, tem-se basicamente uma redução a um terço do orçamento que existia, enquanto o mercado também está crescendo. Assim, se se faz uma comparação real por real do tamanho do mercado regulado *versus* o orçamento disponível para fazer esse exercício do poder de polícia, observa-se uma redução brutal.

Aqui isso já foi exposto na apresentação da parte autora. Acredito que aqui há apenas um detalhe, uma distinção a mais no gráfico, que é o excesso de exação, que está chamado de superávit. Mas há a taxa e o orçamento, tanto a parte azul quanto a parte amarela da coluna, que são o orçamento efetivo da CVM. Em verde, há a parte que é da taxa. Ela está distinguida, separada entre o verde claro e o verde escuro, sendo que o verde claro é a parte da taxa que poderia

normalmente ser retida por conta da DRU, da Desvinculação das Receitas da União. Portanto, são os 30%.

Então, aqui, voltando para a ideia da lei, havia uma noção de que as pessoas físicas que eram contribuintes pagavam valores excessivos, o que levava a uma alta inadimplência. Também havia uma subtributação, um subpagamento aquém do que era possível para regulados com muito maior poder econômico. Portanto, ela não tinha esse objetivo de aumentar a arrecadação; tratava-se apenas de redimensionar, como já foi dito.

Aqui há um quadro importante que mostra que os exercícios feitos mostram que o que veio do aumento da arrecadação não decorreu das características da lei, da mudança da lei, mas sim do crescimento do mercado. Há metodologias diferentes de quantificar isso, mas cerca de 5% viriam de alterações promovidas pela lei e 95% do aumento da arrecadação veio apenas do aumento do mercado.

Outras metodologias possíveis de atribuir a causalidade existem, porque a redução de uma taxa pode fazer com que aumente a base de tributação, já que mais pessoas podem passar a contribuir, então teríamos uma causalidade. Mas, em qualquer metodologia, há uma desproporção muito grande

entre o aumento atribuído à causalidade pelo crescimento do mercado *versus* aquela parte que seria decorrente das alterações da lei.

Isso, no entender da CVM, corrobora a necessidade de ampliação dos recursos para o seu orçamento, para ter um repasse maior. Claro que, juridicamente, existem dois pedidos, como a parte autora expõe. Se a taxa é um tributo vinculado, ela deve ter 70% destinados à atividade-fim. Isso pode se dar de duas formas: ou se mantém a lei como está hoje, e esses 70% teriam que vir para a CVM, ou, se o orçamento da CVM fosse mantido, teria que haver uma redução para que, aplicada a proporção de 70%, 70% desse total arrecadado fosse o orçamento da CVM.

Cabe aqui um comentário acerca de algo que foi afirmado na tribuna: que, mesmo se o orçamento da CVM fosse triplicado, ainda haveria um excesso de exação. Parece-me que isso é possível falar em proporções menores, mas não em triplicar. Se se fala de orçamento atual de cerca de R$ 350 milhões, triplicando isso iria para R$ 1,5 bilhão. E R$ 1,5 bilhão ainda estaria muito próximo do total arrecadado, é mais do que 70%.

Então, seria possível mais que dobrar, sim. Hoje, com base em uma arrecadação de taxa de R$ 1,1 bilhão, que foi o valor mais recente que se tem - esses números o Daniel vai explorar com mais detalhes -, se se dobrar o orçamento

da CVM, ainda se chegaria a R$ 700 milhões, o que ainda está um pouco abaixo do que seria um 70% de 1,1. Então, se pode dobrar e ainda haverá excesso.

O que acho que é importante apontar aqui, do ponto de vista da CVM, é que há, certamente, um grande desfalque, uma carência de recursos. Então, assim, como foi apontado nas falas introdutórias dos Ministros, é por essa falta, isso aí até nas perguntas que foram formuladas para respondermos, há perguntas que justamente tratam da destinação da taxa.

A taxa é usada para aumentar a capacidade de fiscalização da CVM? A taxa tem permitido a atualização das atividades da CVM frente aos avanços da indústria de fundos? E a resposta é meio que, ela vem de sinal trocado, assim, a falta do repasse suficiente da taxa faz com que não se possa avançar tanto na capacidade de fiscalização, na capacidade de entrega. Então, a CVM vem, ao longo do tempo, nas gestões passadas, tem feito convênios, diante da limitação orçamentária de recursos, ela tem celebrado convênios de interação, não só interinstitucional com poderes públicos - isso deve ser feito em qualquer situação - , mas também com importantes contribuições de entidades privadas, que contribuem justamente para ajudar na entrega do poder de fiscalização, com autorregulação, com parcerias, com manutenção até mesmo de sistemas essenciais de manutenção de dados e processamento de dados, que foi feito de um jeito muito

engenhoso que gestões passadas da CVM têm feito, conseguido aumentar a sua capacidade com uma restrição orçamentária.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Doutor, deixa eu lhe fazer duas perguntas.

A primeira, a propósito disso que o senhor acabou de mencionar, convênios etc., é possível e parcerias que tem subsidiado, enfim, as ações da CVM. É possível quantificar isso em montante, quanto isso representa, monetizar mesmo?

E a segunda pergunta, a partir inclusive da provocação do partido autor, no sentido ou da expunção da taxa por ter se transformado indevidamente em imposto, ou a fixação e ou, com todas as técnicas possíveis de sentenças aditivas, a fixação do destino. Se houvesse isso amanhã, eu não sei se o senhor é devoto de alguma religião, mas vamos imaginar que o senhor fosse ao Cristo Redentor, fizesse esse pedido e ele se materializasse, ou seja, que a taxa fosse 100% ou 70% com a DRU destinada à CVM. Os senhores têm planejamento para o uso desse dinheiro? Eu não estou falando de 2027, a médio prazo todos estaremos mortos, disse Keynes. Então, falando de mês que vem. Os senhores têm planejamento para isso?

O SENHOR JOÃO CARLOS DE ANDRADE UZÊDA ACCIOLY (PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM) - Ministro, agradeço a pergunta. Eu vou começar pela segunda, porque como vai ficar exposto na continuidade da apresentação, existe pelo menos uma forma de ter esse recurso utilizado quase plenamente, não seria 70%, mas mais do que 60, tem um plano de aumento do quadro de pessoal, e esse é um exercício que na exposição vai ficar claro que vem de um modelo, as premissas, se pode sempre questionar, mas vai ficar nítido que esse modelo, ele chega a um total de novos, de aumento de quadro de funcionários, de mais 544 servidores novos.

Eu, particularmente, tenho algumas divergências metodológicas sobre o modelo, mas ele tem premissas que são até conservadoras. Então, ele parte de um número de 2017, ele tem premissas que eu acho que eles preveem, subdimensionam o número e tem outros que superdimensionam também. Então, por exemplo, não se capta um aumento de produtividade que a tecnologia permite, e também, por outro lado, então assim, se faz com que o número seja maior do que esse.

Por outro lado, você tem premissas que subdimensionam esse número. Então, por exemplo, o crescimento de regulados é maior do que o que o modelo capta, como vai ficar nítido. Então, tem planos de aumento de tecnologia, de uso de inteligência artificial, de processamento de grandes dados, que são

necessários para justamente, de um lado, reduzir a dependência dessas parcerias, em parte, sistemas que são mantidos por outras entidades, e aumentar também a possibilidade de entrega do próprio órgão.

Para ter um dimensionamento desse quantitativo, precisamos fazer um exercício. Eu tenho alguns sistemas, por exemplo, só o sistema de dados das empresas, das companhias abertas, temos um dado que custa 4 milhões por ano, que não é mantido pela CVM, mantido por uma entidade privada. Os outros, nós precisamos quantificar de outra forma, precisamos fazer um exercício para ter esse quadro.

Eu agradeço pelas perguntas e pelo tempo, vou passar aqui para o meu colega.

Muito obrigado.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Nós agradecemos ao senhor. Remanescem ainda 15 minutos.

Doutor Daniel Valadão.

Desculpe, doutor. Quando o senhor menciona 4 milhões, me deu pelo menos uma ordem de grandeza. Do que nós estamos falando: relativamente pouco dinheiro. Eu entendi assim.

Pois não, Doutor Daniel.

O SENHOR DANIEL VALADÃO DE SOUSA CORGOZINHO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM) – Boa tarde a todos. Quero cumprimentar o ilustríssimo Ministro-Relator, Ministro Flávio Dino, as demais autoridades aqui presentes e também aqueles que nos acompanham presencialmente ou remotamente.

Ministro, hoje é um dia histórico para a CVM. No ano em que a CVM completa 50 anos de existência, estamos no Supremo Tribunal Federal debatendo um tema fundamental para o futuro e para o destino da CVM e do mercado de capitais do Brasil.

Meu nome é Daniel, Daniel Valadão. Sou servidor de carreira da CVM desde 2012 e sou superintendente da CVM desde 2018.

A CVM tem sido muito criticada nos últimos anos. Toda instituição deve, sim, fazer uma autocrítica e promover os aprimoramentos que são necessários, mas boa parte das críticas é injusta, e vou demonstrar isso aqui.

O fato é que há um grande descompasso entre o desafio regulatório que está posto e os recursos de que a CVM dispõe para cumprir aquilo que a lei determina que cumpra. Nesse sentido, preciso fazer um agradecimento ao governo atual, porque, nos últimos cinco governos, tentamos ampliar a disponibilidade de recursos sem sucesso. No governo atual, conseguimos a

aprovação de um concurso e de alguns cargos comissionados a mais, e isso precisa ser registrado.

O meu objetivo aqui, nos minutos que me restam, é demonstrar essa tese do completo subdimensionamento, desse descompasso entre o desafio regulatório e a disponibilidade de recursos.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) – Quando o senhor menciona "medidas recentes", li em algum lugar que os senhores estavam esperando o deferimento de uma gratificação temporária para finalizar o planejamento. Estou certo, Doutor João Carlos? Uma gratificação, tem uma sigla, como tudo no serviço público, algo como GSISTE, e que essa gratificação temporária permitiria a conclusão do exame de custo. Isso foi feito?

O SENHOR DANIEL VALADÃO DE SOUSA CORGOZINHO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM) – Ministro, neste momento eu não tenho essa informação, mas depois podemos apurar e trazer para Vossa Excelência.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) – Agradeço. A Doutora Isadora já anotou também, porque ela sabe, já vai atrás da informação também.

O SENHOR DANIEL VALADÃO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM) – Mas, respondendo à pergunta de Vossa Excelência, sim, temos um plano para uso de quase 70% do arrecadado com a taxa de fiscalização da CVM.

O meu objetivo aqui, Ministro, é demonstrar esse acentuado descasamento entre a disponibilidade de recursos e o desafio regulatório que está posto. Então, apresento uma comparação da CVM com ela mesma, de 20 anos atrás. Existem dois indicadores que consolidam o desafio regulatório: um é a capitalização de mercado por servidor ativo, e o outro é o número de regulados por servidor ativo da CVM. Capitalização de mercado refere-se à poupança popular investida em produtos que são comercializados no mercado de capitais do Brasil e que, portanto, devem ser protegidos pela atuação da CVM.

Em 2006, para cada servidor ativo, havia 5,6 bilhões de reais. Atualmente, temos mais de 37 bilhões de reais por servidor ativo. Mesmo que se corrija monetariamente, ainda sim o crescimento é muito expressivo. Quando se considera o número de regulados sob supervisão, o crescimento é ainda mais expressivo e, eu diria, até assustador porque, se considerarmos que, em 2006, eram 20 regulados por servidor ativo - e regulados do porte de companhias abertas, fundos de investimentos, agências de *rating*, auditores independentes e outros -,

chegamos, em 2026, ao número de 190 regulados por servidor ativo. É um crescimento de nove vezes.

O Ministro pode perguntar: significa que a CVM precisa, então, multiplicar-se por nove? Não. Basta dobrar de tamanho.

E como se está conseguindo enfrentar esse mercado? Desde, pelo menos, 2013, tem-se investido os poucos recursos disponíveis em tecnologia. Chegamos, porém, ao limite de aumento de produtividade. Portanto, precisamos, sim, de um aumento do quadro de pessoal - e isso vai ser demonstrado ao final dessa apresentação.

O diagnóstico é de alto subdimensionamento da CVM. Considera-se o ano de 2014 porque foi a partir de então que o mercado começou a crescer de forma acelerada. De lá para cá, investidores em Bolsa cresceram 950%; regulados, 230%; ofertas, mais de 1.000%; capitalização, 450%. Nesse período, a CVM reduziu de tamanho.

Portanto, temos a fotografia, agora veremos o filme.

Primeira perspectiva: ponto de vista de investidores. Hoje existem mais de 26 milhões de cotistas de fundos de investimento no Brasil, aumento de 150% de 2014 para cá. Pessoas físicas operando em Bolsa: 6 milhões, crescimento de 950%. Quando a gente considera o tamanho do mercado, duas

perspectivas. Do ponto de vista do número de regulados que eu mencionei, um aumento de 230%, já são quase 93 mil regulados hoje.

E do ponto de vista de ofertas públicas, um crescimento de 1.000%.

Terceira perspectiva: capitalização total do mercado. E aqui, o presidente Accioly mencionou a capitalização de mercado, mas quando incluímos "notional" de derivativos, esse valor vai para entre 40 e 50 trilhões de reais. Estamos falando de quatro PIBs brasileiros.

E o crescimento, Ministro, não foi exclusivamente quantitativo. Dos primeiros anos de 2000, quando o quadro de pessoal da CVM foi definido em lei, para agora, o escopo regulatório da CVM aumentou. Então, foi adicionado, no nosso rol de atribuições, competências relacionadas a mercado de carbono, securitização, *crowdfunding*, tokenização, financiamento do agro via Fiagro. E também os mecanismos de fraude estão se sofisticando, cada vez mais baseados, inclusive, em tecnologia.

E como foi a evolução da disponibilidade de recursos nesse mesmo período para a CVM? Esse quadro aqui, Ministro, é muito elucidativo, porque demonstra como se comportou a série histórica de servidores ativos da CVM. Então, tivemos um pico, que, na verdade, foi em 2012, foi de 576 servidores

ativos. Depois, em 2014, com a entrada de alguns colegas, 555, e fechamos o ano passado com 398, enquanto a capitalização de mercado cresce de forma constante. Estamos falando de 18 trilhões - trilhões! - de poupança pública *versus* 398 servidores ativos no fim do ano passado. Este ano, o número já foi para 478, tivemos a entrada dos colegas. Como eu mencionei, o governo atual tem tentado, tem tido boa vontade de tentar ajudar, mas ainda de forma muito tímida.

Em 2025, a CVM termina com 28% menos servidores ativos do que o que havia em 2015. Há 20 anos, como mencionei nos números consolidados que eu trouxe, a gente tinha 446 servidores ativos; atualmente, são 478. Ou seja, hoje temos um número pouco superior ao de 20 anos atrás.

Informação muito relevante: o quadro de pessoal da CVM, autorizado em lei, foi fixado em 2008 para um rol de atribuições que foi definido nos primeiros anos 2000. Ou seja, todo o rol de novas atribuições não está sendo considerado nesse quadro de pessoal, nem todo esse crescimento quantitativo tão expressivo.

E o orçamento discricionário, que é utilizado para tecnologia, capacitação, viagens de fiscalização, foi mencionado pelo presidente Accioly, mas estou trazendo a informação novamente, essa aqui é a série histórica de orçamento discricionário que é usado para investimento, por exemplo, em tecnologia, para

aumentar a nossa produtividade e, portanto, dependermos cada vez menos de pessoal. Esse é o comportamento: tivemos um pico em 2014, R$ 61 milhões; este ano a gente está operando com 47 milhões, o que é ótimo, o governo novamente nos atendeu no nosso pleito, mas, com a carência de pessoal, Ministro, esse número passa a ser algo desafiador para ser executado. Para executar orçamento, é necessário desenvolver projeto, licitar, contratar, fazer fiscalização de contratos, ou seja, precisa-se de gente.

Então, entramos agora na parte fim da apresentação: quais são as necessidades cujo atendimento é premente? E aí respondendo à pergunta de Vossa Excelência - e outra informação extremamente relevante: tudo o que estamos trazendo aqui, que são cinco pleitos, não ultrapassa o valor dos 70% arrecadados com taxa, não ultrapassa.

Primeira necessidade: eliminar gargalos na fiscalização do mercado com aumento do quadro de inspetores federais, que é a nossa carreira de atividade finalística. Estudo interno demonstrou que a gente precisa de, no mínimo, 544 inspetores a mais no nosso quadro. Nosso quadro, definido em 2008, tem 386 inspetores federais para um mercado que, hoje, é de R$ 18 trilhões e 92 mil regulados. Qual é o objetivo prático dessa medida? Aumentar a capacidade de acompanhar operações complexas; reduzir o estoque de reclamações e denúncias; aumentar as ações de supervisão baseadas em risco, atuação preventiva.

Outra medida: eliminar gargalos na gestão interna, como eu mencionei.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Doutor, sobre o primeiro item, os senhores têm concursados aprovados?

O SENHOR DANIEL VALADÃO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM) - Temos, aproximadamente hoje, não chamados 60 concursados e 14 vagas abertas. Dos 386, temos apenas 14 vagas disponíveis.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Então, não é viável chamar os 60?

O SENHOR DANIEL VALADÃO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM) - Os 60 não. E por isso que a gente precisa ampliar o quadro autorizado em lei.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - A carreira dos senhores é vinculada, ou tem similitude com a Receita Federal, Banco Central?

O SENHOR DANIEL VALADÃO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM) - Banco Central, a remuneração é idêntica, mas tem uma diferença que eu vou mostrar daqui dois *slides*, que inclusive é uma disfunção que, na nossa opinião, precisa ser corrigida.

Segunda necessidade, Ministro: eliminar gargalos nas atividades de gestão interna com o preenchimento dos cargos vagos de Agente Executivo. Agente Executivo é a nossa carreira de suporte especializado. Continua sendo muito importante para nós; e é essa carreira que faz, por exemplo, licitações, contrato, fiscalização de contrato, para permitir que se possa, por exemplo, executar orçamento discricionário. Então, é necessário preencher os 110 cargos vagos de Agente Executivo, R$ 20 milhões por ano.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Há concursados?

O SENHOR DANIEL VALADÃO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM) - Não, porque, desde 2010, há uma política de não aprovar concursos para cargos de nível médio, porque esse cargo é de nível médio. Mas ele continua sendo muito importante e é uma forma eficiente para a alocação de pessoas competentes, com capacidade de desempenho das funções, por um valor, obviamente, menor do que o Inspetor Federal. O Agente Executivo recebe 40% da remuneração do Inspetor. Mas vamos lá, apenas voltando um pouco, esses 544 inspetores a mais representam R$ 250 milhões, Ministro. Os Agentes Executivos representam R$ 20 milhões a mais por ano.

Terceira necessidade: ampliar a prevenção de irregularidades e fraudes com mais tecnologia. Como eu disse, nós vimos, sim, nos últimos anos, incorporando novas tecnologias; hoje temos, por exemplo, uma superintendência de desenvolvimento de inteligência que já tem trabalhos avançados para a incorporação dessas tecnologias contemporâneas, inclusive baseadas em inteligência artificial. Mas, assim, precisamos de gente para desenvolver esses projetos ou para também adquirir soluções terceirizadas. Não tem como fugir da necessidade de pessoal.

Portanto, com mais R$ 50 milhões, tendo mais gente, teremos condição de executar mais o orçamento discricionário. Então, aí conseguiremos, sim, aumentar a velocidade da automação dos processos para a coleta e análise de dados, identificações de padrões estranhos com mais antecedência e ter a supervisão preventiva, em vez de ficar correndo atrás da notícia depois que sai no noticiário.

E agora, Senhor Ministro, a questão que eu mencionara, que o Senhor perguntou, sobre o Banco Central. É uma necessidade premente: reduzir a evasão de servidores com a equiparação de condições básicas de trabalho. Eu penso que essa informação passa a mensagem de como nós estamos aqui em uma situação não comparável, por exemplo, ao Banco Central. Dos 90 primeiros candidatos aprovados no concurso da CVM, 24 também passaram ou para o Banco Central ou

para o BNDES. Desses, 23 saíram da CVM. Qual foi a alegação? Ausência de um plano de saúde idêntico ao do Banco Central e do BNDES.

E o nosso servidor, servidor da CVM, é muito requisitado pelo mercado. Pessoas que chegam ao nível de superintendente, vários casos já foram para o mercado. Disputar com o mercado privado é impossível. São bônus e são salários astronômicos. Agora, perder servidores para entidades públicas que operam no Sistema Financeiro Nacional, ainda que com atribuições distintas, não parece fazer sentido. Então, esse é um ponto muito importante para conseguirmos manter os servidores na CVM. Ministro, são R$ 40 milhões por ano para custear o mesmo plano de saúde que o Banco Central tem.

Para finalizar: equiparação remuneratória com carreiras similares em termos de complexidade, mencionadas por Vossa Excelência, como a de auditor da Receita Federal etc., também com foco em aumento de produtividade. Então, para criar incentivos para o aumento contínuo da produtividade, como, por exemplo, o que existe na Receita Federal, de bônus de eficiência, são R$ 50 milhões. Se se produz mais, recebe-se um bônus, por exemplo. Aqui, além de redução de evasão de talentos, criaríamos esses incentivos para o aumento de produtividade. Portanto, além da incorporação de novas tecnologias que, *per se*, permitem aumento de nossa produtividade, a criação de incentivos para aqueles que são mais produtivos é uma alternativa.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Doutor, por que a produtividade da CVM caiu tanto em 2025 em relação a 2024?

O SENHOR DANIEL VALADÃO DE SOUSA CORGOZINHO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM) - Essa pergunta pode ser respondida a partir de duas perspectivas, Ministro. A produtividade do servidor não caiu; aliás, aumentou. A produtividade do colegiado, essa, sim, caiu drasticamente. E vou responder para Vossa Excelência. Já há um ano, o colegiado da CVM não trabalha..., aliás, raramente o colegiado da CVM trabalha com 100% de capacidade, porque existe um processo político de indicação, sabatina e vários outros interesses, que não os interesses da instituição, que acabam tornando o processo muito moroso. Então, não sei se Vossa Excelência sabe, mas, desde julho do ano passado, a CVM trabalha com 60% da capacidade do colegiado e, de janeiro para cá, 40%. Estamos com apenas dois de cinco membros do colegiado. Quem julga processo sancionador é o colegiado, quem edita normas é o colegiado, quem decide, toda terça-feira, sobre temas recorrentes é o colegiado. Então, enquanto a CVM tiver o seu colegiado incompleto, a produtividade institucional vai ser afetada. Mas isso foge completamente ao controle dos servidores. É uma questão que muito mais...

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Existe mecanismo de substituição?

O SENHOR DANIEL VALADÃO DE SOUSA CORGOZINHO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM) - Existe, porém, quem substitui é aquele mesmo superintendente da ponta que, muitas vezes, não pode julgar processo sancionador, porque, muitas vezes, é ele que está acusando. Então, cria-se uma situação de disfunção muito grande.

O correto mesmo - e isso é uma questão histórica na CVM - seria a indicação dos nomes para o colegiado seis meses antes, porque, aí, chegaria na sabatina do Senado com dois meses de antecedência e já se saberia quem assumiria com um mês de antecedência para o término do mandato anterior. Mas isso, é como eu disse, é algo que foge completamente ao nosso...

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Estou te fazendo perguntas que servem para iluminar dados que eu tenho, porque o surpreendente é que tudo isso que o senhor está descrevendo acontece no momento em que nós temos uma demanda altíssima e que está publicada, com fundos, operações, bancos e assim sucessivamente.

Apenas para ilustrar os dados que eu tenho, em 2024 o colegiado julgou 94 processos, em 2025, 49.

O SENHOR DANIEL VALADÃO DE SOUSA CORGOZINHO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM) - E este ano, nenhum.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Agradeço ao senhor a reconfortante informação. A sorte é que está cedo, e a minha insônia não vai se manifestar.

O SENHOR DANIEL VALADÃO DE SOUSA CORGOZINHO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM) - Mas, assim, Ministro, obviamente que, como eu disse, não está na esfera de competência dos servidores da CVM resolver isso.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Isso eu compreendi bem, sim.

O SENHOR DANIEL VALADÃO DE SOUSA CORGOZINHO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM) - Então, para finalizar aqui, Ministro, são três *slides*. Primeiro, o custo adicional dos pleitos da CVM é de R$ 410 milhões por ano. E, aí, respondendo àquela pergunta inicial que Vossa Excelência fez, a despesa atual da CVM é de R$ 310, R$ 320 milhões por ano. Mais esses cinco pleitos que eu mencionei, R$ 410 milhões por ano. Isso significa que a nossa despesa ideal projetada é de R$ 730 milhões por ano. Ou seja, com o patamar atual de taxa, ainda estaríamos gerando um superávit, considerando exclusivamente 70% do valor arrecadado com taxa, de R$ 70 milhões. Portanto, é plenamente possível atender aos nossos pleitos sem mexer uma vírgula na legislação.

São duas conclusões.

Primeira conclusão: mesmo com reforço de pessoal, tecnologia, benefícios, a despesa anual da CVM continuaria abaixo da arrecadação líquida, já descontados os 30% da DRU.

E a segunda conclusão, para finalizar a minha fala: a arrecadação da taxa é sim proporcional - olhem o que eu vou dizer - ao custo ideal projetado da CVM. Isso porque, se houver alguma decisão no sentido de que a Lei nº 14.317 é inconstitucional, além de se retornar a todo um ordenamento que era muito ruim, por exemplo, para as pessoas físicas. Não sei se Vossa Excelência sabe, mas uma pessoa física pagava R$ 2.550,00 por ano por um assessor de investimento; hoje, paga R$ 530,00. Uma companhia gigantesca como a Petrobras, por exemplo, pagava R$ 50 mil por ano e hoje paga R$ 650 mil. Apenas a Petrobras, assim como qualquer outra grande companhia, demanda, no mínimo, quatro inspetores por ano alocados: R$ 500 mil por ano, R$ 2 milhões. E a companhia paga R$ 650 mil. Portanto, foi uma lei que resolveu muitas distorções, sendo, nesse sentido, uma lei excelente.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu peço que o senhor conclua.

O SENHOR DANIEL VALADÃO DE SOUSA CORGOZINHO (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM) - É isso. Obrigado e me desculpe, mas é porque...

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Não, fui eu que lhe fiz perguntas que considerei relevantes para esclarecer o debate, e a sua exposição é muito importante. Desde logo, apresento ao doutor Rodolfo e aos demais advogados do Partido Novo, assim como à doutora Isadora, que me parece haver uma margem razoável para a construção de consensos, inclusive na esfera extrajudicial. Caso Vossas Excelências se animem, vejo isso com muito bons olhos, uma vez que há dois caminhos que são, obviamente, excludentes. Um, como mencionei, é simplesmente afirmar que há falta de equivalência, declarar a taxa inconstitucional e remeter o assunto de volta ao ramo estatal que representa o poder impositivo do Estado. O outro caminho, tese também veiculada pelos autores, é a construção de caminhos de adequação da arrecadação às necessidades do mercado, do país e às capacidades da própria CVM.

Fica apenas uma sugestão a Vossas Excelências.

Vamos agora ouvir outros órgãos de governo, cujo objetivo é apenas e tão somente responder à indagação sobre, na perspectiva da Polícia Federal, do Coaf e do Banco Central, o que os senhores identificam como sendo

áreas de interesse em relação à atuação da CVM. Porque, obviamente, não se discutirá aqui nem Coaf, nem Polícia Federal, nem Banco Central. Mas, em relação à CVM, interessam observações que possam contribuir para o melhor funcionamento desse ecossistema que está, obviamente, imbricado.

Passo, então, a palavra, creio que ao doutor Guilherme; depois, ao doutor Saadi.

O delegado Guilherme é chefe de repressão a crimes financeiros da Polícia Federal. O senhor tem 15 minutos. Em seguida, vamos ouvir o doutor Ricardo Saadi, presidente do Coaf.

O SENHOR GUILHERME ALVES DE SIQUEIRA (POLÍCIA FEDERAL) - Excelentíssimo Senhor Ministro-Relator, senhoras e senhores, boa tarde!

A Polícia Federal traz uma constatação inicial, bastante objetiva, que talvez seja até senso comum, qual seja: o crime organizado brasileiro, de fato, está migrando para dentro do sistema financeiro nacional em uma velocidade que nos preocupa. As investigações demonstram, cada vez mais, que fundos de investimento, *fintechs*, instituições de pagamento, corretoras e gestoras vêm sendo utilizados como instrumentos para lavagem de dinheiro em escala crescente.

Isso não nos parece que acontece por acaso, mas uma escolha deliberada do crime. A criminalidade organizada, como é sabido, explora de forma muito eficiente as lacunas normativas e as carências na fiscalização e na supervisão. Ela opera basicamente sob o binômio risco-retorno. Então, ela analisa as estruturas que oferecem maior facilidade de fluxo financeiro, com menor risco e menor probabilidade de detecção. O objetivo é, essencialmente, movimentar o maior volume de recursos possível e da forma mais anônima possível.

Nesse contexto, têm ganhado grande destaque os chamados fundos exclusivos, ou fundos de cotista único, tema que trago por serem objeto de fiscalização da CVM.

Na prática, temos observado que um fundo de cotista único é cotista de outro fundo, que por sua vez é cotista de um outro fundo, e assim sucessivamente, gerando camadas de 10, 15 ou até 20 fundos, o que acaba por distanciar e dificultar o trabalho da polícia em identificar o beneficiário final - casuística extremamente comum atualmente, inclusive já exposta pela mídia. Cada camada - dificultador adicional - exige uma nova ordem judicial para ser transposta. A complexidade, nesses casos, acaba sendo exponencial, tendo como consequência direta a blindagem nas movimentações financeiras de organizações criminosas diversas.

Diante desse cenário, há um efeito a ser considerado: quando o regulador opera com déficit de capacidade - seja humana, seja de tecnológica -, ou em descompasso com a expansão do mercado que supervisiona - e parece ser o caso, segundo as exposições dos colegas da CVM -, a cadeia investigativa, e a da persecução penal também, é comprometida. Assim, a Polícia Federal passa a receber os insumos probatórios de forma tardia, muitas vezes incompleta, em casos cujas evidências foram parcialmente destruídas.

Encerrando, por essa razão, o fortalecimento institucional dos entes reguladores não é apenas uma questão fiscal ou orçamentária, mas também uma questão de segurança pública. É sob essa perspectiva que a Polícia Federal subscreve a relevância desta audiência.

Obrigado!

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Uma pergunta, Doutor Guilherme: existe um fluxo organizado regular de reuniões com a CVM, ou é apenas a tramitação formal - ofícios e ofícios -, ou há uma atuação conjunta?

O SENHOR GUILHERME ALVES DE SIQUEIRA (POLÍCIA FEDERAL) - Há atuação conjunta em casos específicos.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Mas não de modo sistemático?

O SENHOR GUILHERME ALVES DE SIQUEIRA (POLÍCIA FEDERAL) - De forma sistemática, não.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO - Nem preventiva?

O SENHOR GUILHERME ALVES DE SIQUEIRA (POLÍCIA FEDERAL) - Também não.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Repressiva, caso a caso?

O SENHOR GUILHERME ALVES DE SIQUEIRA (POLÍCIA FEDERAL) - A princípio, caso a caso.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Muito obrigado por sua participação.

Doutor Ricardo Saadi, Delegado da Polícia Federal e Presidente do Conselho de Controle de Atividades Financeiras.

Em seguida, o Doutor Rogério Lucca, Secretário-Executivo do Banco Central.

O SENHOR RICARDO ANDRADE SAADI (PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE CONTROLE DE ATIVIDADES FINANCEIRAS - COAF) - Boa tarde a todos.

Inicialmente, cumprimento Vossa Excelência, Ministro Flávio Dino, o Doutor Paulo, representante da Procuradoria-Geral da República, e a Doutora Camila, magistrada assistente do Ministro Dino.

Ministro, aqui, cabe ao Coaf falar da relação Coaf e CVM no combate à lavagem de dinheiro e de todo o ecossistema relacionado a esse combate.

A Lei nº 9.613, como todos sabemos, além de tipificar o crime de lavagem de dinheiro e criar o Coaf, também definiu os setores sensíveis a serem utilizados pelos criminosos para a execução da lavagem de dinheiro. Entre esses setores, estão as corretoras, as quais são supervisionadas pela CVM.

Assim, seguindo orientações de organismos internacionais e experiências de outros países, a lei - e não o Coaf - estabeleceu quais setores têm a obrigação de comunicar ao Coaf sobre essa operação. Entre esses setores, incluem-se as corretoras, hoje supervisionadas pela CVM.

O Coaf atua prioritariamente em três campos:

1. Inteligência financeira;

2. Supervisão;

3. Representação internacional em temas relacionados à lavagem de dinheiro.

No que diz respeito à relação entre o Coaf e a CVM nesses três setores:

1. Inteligência:

Conforme mencionei, a lei trouxe a obrigação de determinados atores e setores comunicarem ao Coaf a realização ou a proposta de realização de operações suspeitas. Temos hoje bancos, corretoras, seguradoras, imobiliárias e cartórios, entre outros setores obrigados. Então, o Coaf recebe, sim, comunicações de operações de corretoras supervisionadas pela CVM.

O que podemos falar em relação a isso? As comunicações são suficientes? As comunicações são de boa qualidade? A resposta é que são razoáveis. Poderiam ser melhores? Sim, poderiam ser melhores se a CVM tivesse mais condições, por exemplo, de fazer a fiscalização, pois certamente as corretoras prestariam mais atenção e comunicariam mais ao Coaf. Isso seria extremamente importante para todo o sistema de combate à lavagem de dinheiro.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Doutor Saadi, o senhor tem como quantificar esse primeiro item que o senhor mencionou?

O SENHOR RICARDO ANDRADE SAADI (PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE CONTROLE DE ATIVIDADES FINANCEIRAS - COAF) - Tenho como quantificar que o Coaf recebe sete milhões e meio de comunicações por ano. Quantas são de corretoras? Posso passar essa informação ao senhor em dez minutos. A Doutora Carolina já está levantando esses dados.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - A vantagem dos senhores é que os senhores me conhecem. Ambos trabalharam comigo, por isso estou informando isso.

O SENHOR RICARDO ANDRADE SAADI (PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE CONTROLE DE ATIVIDADES FINANCEIRAS - COAF) - Na supervisão, o Coaf é obrigado a supervisionar todos aqueles setores que não têm supervisores próprios. Assim, bancos são supervisionados pelo Banco Central; corretoras, pela CVM; seguradoras, pela Susep, e assim por diante. Há alguns setores definidos em lei que não têm supervisor próprio. Quando não há supervisor próprio, quem deve fazer essa supervisão é o Coaf. Por exemplo, bens de luxo, artistas e atletas, *factoring*. Como nem Banco Central, nem CVM, nem nenhum outro órgão é o supervisor natural, quem realiza essa supervisão é o Coaf.

Há também a questão da representatividade internacional. Todos sabem que o organismo internacional mais importante em relação ao

combate à lavagem de dinheiro é o Gafi. E quem representa tecnicamente o Brasil no Gafi? O Coaf. E qual é a função do Coaf? Não é apenas participar de reuniões, fazer algumas anotações e ir embora. É compreender o que os organismos internacionais querem dos países para um combate eficiente à lavagem de dinheiro e cobrar os atores internos quanto a isso.

Em relação a tudo aquilo que tem a ver com a CVM e que organismos internacionais, como o Gafi, trazem para Brasil, o responsável por fazer essa interlocução, entre CVM e Gafi é o Coaf. Quem cobra a atuação da CVM é o Coaf. Quem informa o Gafi, quem defende o Brasil perante o Gafi é o Coaf, com subsídios e informações provenientes dos setores, dentre os quais a CVM.

Além disso, o Coaf é um conselho. Trata-se de um conselho formado por diferentes órgãos, e um desses órgãos é a CVM. E por que a CVM está lá? Porque são os órgãos mais importantes do sistema de combate à lavagem de dinheiro. Certamente, CVM, Banco Central, Susep, dentre outros, são atores extremamente importantes.

Assim, a CVM, juntamente com esses outros órgãos, é quem determina a política pública a ser seguida pelo Coaf. Reitera-se que a instância máxima do Coaf é o conselho, e a CVM possui assento nesse conselho. É nesse

espaço que se discutem quais são os próximos passos a serem dados no combate à lavagem de dinheiro.

Uma questão extremamente importante que se tem percebido é a assimetria de informação. As organizações criminosas hoje se profissionalizaram de tal forma que, ao contratar bons profissionais, como advogados e contadores, fazem isso para possibilitar a diversificação dos investimentos e dos riscos. Então, arriscam uma parte dos recursos a serem lavados nas corretoras da CVM, um pouco nos bancos, um pouco em imóveis. Por isso, o papel do Coaf como órgão central que recebe comunicações de diferentes setores é tão importante.

A partir do momento que temos uma CVM forte, um Banco Central forte, uma Susep forte, o Coaf acaba tendo um trabalho forte, porque recebe as comunicações de todos esses setores.

Como eu mencionei, existe essa assimetria: o criminoso diversifica o risco, aloca recursos em fundos de investimento, *fintechs*, setor imobiliário, para tornar o processo de lavagem mais eficiente. E quem consegue, em tese, enxergar tudo isso? O Coaf. Mas o Coaf só enxerga aquilo que lhe é comunicado. Isso é importante dizer. O Coaf não vai atrás de informação, o Coaf trabalha com as informações que recebe. E mais do que isso, o Coaf não investiga. Quem investiga é a polícia e o Ministério Público. O Coaf só recebe a informação,

cruza com os outros bancos de dados e, havendo indícios de lavagem, comunica a polícia e o Ministério Público.

Ministro, trago alguns números para clarificar algumas coisas. Primeiro, como falei, o Coaf recebe sete milhões e meio de comunicações todos os anos. Se dividirmos isso por dias úteis, quantas comunicações vocês acham que o Coaf está recebendo hoje? Hoje. Mais de 30 mil comunicações por dia útil. Essa é a conta, mais ou menos, que se faz.

O Coaf elabora, por ano, aproximadamente 20 mil RIFs, que é o Relatório de Inteligência Financeira, seja ele de forma espontânea, seja em intercâmbio.

Eu falei que o Coaf também faz a supervisão daqueles setores que não têm supervisores próprios. O Coaf faz hoje, aproximadamente, 300 fiscalizações por ano.

Repito, quem fiscaliza lojas de bens de luxo? Coaf. Quem fiscaliza obras de arte? Coaf. Quem fiscaliza as *factories*? Coaf. Quem fiscaliza artistas e atletas? Coaf. E para tudo isso, aproximadamente, hoje nós temos 110 pessoas trabalhando no Coaf - não é isso, Carolina?

Uma coisa que é importante, Ministro, é que hoje nós temos 18.900 atores cadastrados no Coaf que podem ser alvos de fiscalização. Sabem qual

seria o universo fiscalizável, se o Coaf tivesse condições de fazê-lo? Seiscentos e quarenta e quatro mil, setecentos e setenta e cinco, dos quais apenas dezoito mil são registrados e dos quais apenas trezentas fiscalizações são feitas por ano. Claro que com uma análise baseada em risco, maior risco onde faremos e tudo mais.

Estamos falando de orçamento aqui. Eu fiquei até um pouco assustado com as falas e ouvindo da polícia que tem um orçamento um pouquinho melhor.

Eu ouvi o Ministro Gilmar falando, no começo, que o orçamento da CVM é de apenas o equivalente a aproximadamente 48 milhões de dólares. E foram apresentados os números pelos colegas.

Sabe qual é o orçamento do Coaf hoje? Vinte milhões de reais. Orçamento para tudo. Para a inteligência, para a fiscalização, para a representação internacional e para tudo mais.

Sabe quanto disso o Coaf tem discricionariedade para gastar? Um, dois milhões, Carol, talvez? Porque a maioria dos recursos gastamos com manutenção do sistema, contribuição com organismos internacionais e tudo mais. Por isso, é importante, sem dúvida, o fortalecimento da CVM, para que a CVM tenha condições de fazer a fiscalização, porque fortalece o sistema. É importante também o fortalecimento do Banco Central para fazer fiscalização, porque fortalece

o sistema, mas é importante também, obviamente, o fortalecimento do Coaf, porque o Coaf é o ponto de intersecção de todos os atores relacionados ao combate à lavagem de dinheiro. Todos esses setores, incluindo a CVM, comunicam ao Coaf, é o Coaf quem vai fazer o filtro para encaminhar para a polícia ou para o Ministério Público.

Só uma última colocação, Ministro, que a Carol me lembrou. Eu falei que, no Coaf, fazemos mais ou menos trezentas fiscalizações por ano. Poderia ser muito mais se nós tivéssemos condições. Mas sabe qual é a taxa cobrada pelo Coaf para fazer isso? Zero. Não temos nada de recurso de taxa para fazer essas fiscalizações.

Bom, Ministro, acho que era isso, no tempo que tinha.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Tudo bem, Doutor Saadi, perfeito, agradeço ao senhor. O dado adicional pode ser enviado depois e nos ajudará.

Doutor Saadi, acho que o senhor devia falar com a Doutora Isadora, porque se o plano da CVM prevalecer no governo, lá estão sobrando 67 milhões - fica a dica de amigo. Se é 70%, descontando a DRU, na proposta da CVM, acho que o senhor consegue fazer um convênio com esses 67 milhões e o senhor triplica o orçamento do Coaf - isso, essa é a senhora que tem o dinheiro.

Finalmente, antes de passarmos ao mercado, propriamente dito, finalizando a parte governamental, o Doutor Rogério Antônio Lucca, que é Secretário-Executivo do Banco Central.

Na mesma perspectiva, Doutor Rogério, imagino que a relação do Banco Central com a CVM seja cotidiana e cheia de amor - e de ódio, provavelmente.

O SENHOR ROGÉRIO ANTÔNIO LUCCA (BANCO CENTRAL DO BRASIL) - Não, não tem ódio, não. Ministro Flávio Dino, Doutor Paulo, Doutora Camila, meus colegas de mesa, os demais presentes aqui, boa tarde.

Primeiro, em nome do Banco Central, agradeço o convite para a participação dessa sessão e nessa discussão. Segundo lugar, em nome do Presidente Gabriel, peço desculpas pela sua ausência. Ele tinha a previsão participar aqui dessa sessão hoje. Infelizmente, ele teve um leve mal-estar na manhã do dia de hoje, que impossibilitou o deslocamento que ele faria de São Paulo para Brasília. Então, em nome dele, eu peço desculpas pela sua ausência.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Diga que eu estimo as melhoras dele.

O SENHOR ROGÉRIO ANTÔNIO LUCCA (BANCO CENTRAL DO BRASIL) - Muito obrigado, Ministro.

Começando, então, com uma questão que normalmente gera alguma confusão nessa relação entre CVM e Banco Central, que é uma das perguntas que foram encaminhadas na organização desta sessão, diz respeito à competência dos dois órgãos, de Banco Central e de CVM.

Cabe esclarecer que tanto o Banco Central quanto a CVM têm suas competências claramente definidas no âmbito das suas respectivas leis. No que diz respeito ao Banco Central, principalmente, a Lei nº 4.595/1964, e à CVM, no âmbito, principalmente, da Lei nº 6.385/1976. Complementarmente, depois tivemos a Lei Complementar de Autonomia Operacional do Banco Central, a Lei Complementar nº 179/2021. Então, é muito clara a distinção entre competências entre Banco Central e CVM.

A questão é que, do ponto de vista de organização, da regulação do mercado financeiro nacional, optou-se por fazer uma organização de regulação e supervisão das competências por mercado. Então, no arcabouço nacional, o Banco Central tem a competência sobre o Sistema Financeiro Nacional. Compete à CVM o mercado de valores mobiliários; à Susep, o mercado de seguros; e à Previc, o mercado de previdência complementar.

Vale ressaltar que, do ponto que Vossa Excelência levanta, de forma muito própria, no início, no que concerne à relação entre os órgãos, é muito

bom estar presente aqui na mesa com Polícia Federal, CVM e Coaf, principalmente, que são três órgãos com os quais o Banco Central tem uma relação muito perene.

Ao Coaf, damos todo o apoio administrativo - Carol está sempre lá com a gente, pedindo, e, no que nos é possível, não é, Carol, a gente tem tentado, Carol e Saadi, tentamos ajudar nas questões administrativas do Coaf, o qual reconhecemos que tem poucos recursos para poder operacionalizar toda a sua competência. E, naquilo que é possível da nossa parte, temos feito esse apoio institucional e administrativo junto ao Coaf.

Em relação à Polícia Federal, acho que foi muito bem levantado pelo Doutor Guilherme, principalmente a partir do momento em que, em meados do ano passado, se identifica o uso pelo crime organizado de, talvez, algumas lacunas regulamentares existentes no sistema financeiro, que faz com que o crime organizado acabe usando o sistema financeiro de uma forma inadequada e ilícita, começamos uma relação também muito constante com a Polícia Federal. O Doutor Guilherme esteve outro dia lá no Banco Central, tivemos uma reunião tratando de alguns aspectos relacionados a isso e viemos mantendo toda uma troca de informação com a Polícia Federal. Quando ocorre algum evento, principalmente eventos relacionados a fraudes e evasão de recursos ali por meio de golpes, temos trocado, de forma constante, informações com a Polícia Federal.

O Diretor Ailton, do Banco Central, tem uma frase que eu gosto de citar, que é: "Se o crime é organizado, o Estado também tem que ser para poder combatê-lo." E temos feito isso junto com a Polícia Federal.

O que entendemos que deve ser considerado é que, na última década, principalmente, passamos por um processo evolutivo do sistema financeiro, de eletronização do sistema financeiro, que gerou principalmente uma inclusão financeira, ganhos de eficiência e ganhos de usabilidade por parte da população nacional do sistema financeiro. O que viemos fazendo desde o ano passado, principalmente, mesmo antes, mas de forma intensificada a partir do ano passado, é a tentativa de identificação de alguns lapsos regulatórios que possam ter permitido com que o crime organizado pudesse utilizar desse sistema financeiro e tentar solucionar esses lapsos que a gente identifica. Nesse sentido, fizemos várias regulações, desde o ano passado para cá, tentando endereçar isso. Cito aqui, principalmente, a regulação que trata dos prestadores de serviços de tecnologia de informação, porque alguns prestadores foram muito usados para fazer fraudes por parte do crime organizado; a regulação de serviços que são conhecidos como *banking as a service*, que são terceiros que prestam serviços bancários em nome dos bancos; a regulação ainda inicial dos prestadores de serviços de ativos virtuais, conhecidos como criptomoedas, *stable coins*, que começam agora a ser regulamentados no âmbito do Banco Central; e a gente aprimorou também a

regulação das conhecidas contas bolsão. Então, são espaços e lacunas que identificamos, os quais temos tentado endereçar como fragilidades que permitiriam ao crime organizado utilizar o Sistema Financeiro Nacional.

Mais especificamente em relação à CVM, e aí voltando à provocação inicial do Ministro, nós temos um convênio de cooperação com a CVM, que talvez seja o convênio mais antigo e mais efetivo que o Banco Central tem com algum outro órgão de Estado do Brasil. Esse convênio, na sua forma atual, tem mais de 10 anos de duração e, na sua forma anterior, mais de 15 anos de duração. Então, todas as áreas do Banco Central e da CVM participam no âmbito desse convênio, onde são trocadas informações e são trazidos para debates temas de interesse dos dois lados, a fim de justamente a coordenar a ação dos dois órgãos.

Especificamente no que diz respeito a fundos de investimento - e aí, novamente, tentando esclarecer, talvez, uma confusão em termos de competência -, acho que é bom deixar claro que o Banco Central tem competência, ou tem abordagem em relação aos fundos de investimento estritamente no que diz respeito ao seu potencial impacto na estabilidade financeira e na política monetária, que são os objetivos legais do Banco Central. Toda a parte de regulação e supervisão desses fundos não cabe ao Banco Central.

Como eu falei, no caso brasileiro, a escolha da organização da regulação foi uma escolha feita por mercado, então, em relação aos fundos financeiros, como parte do mercado de valores mobiliários, a regulação e a supervisão competem à CVM.

Ressalto novamente, temos esse acordo de cooperação com a CVM, sempre que há algum assunto de interesse, existe uma troca de informação, mas o Banco Central monitora estritamente para fim do cumprimento do seu mandato legal, que é estabilidade financeira e estabilidade monetária.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Doutor, indo para a dimensão prática dessa distinção legal, e explico por que no questionário constou essa indagação. Não está muito no plano abstrato, mas sim como se dá essa cooperação na prática. Vamos imaginar dois exemplos.

Um, existem precatórios, precatórios ditos bloqueados - conceito esse que eu não conheço -, ou existem pré-precatórios, são conceitos que são paralegais, para não dizer que são ilegais, são conceitos que estão aí no mercado. E vamos imaginar que, a partir de fundos de direitos creditórios, esses pré-precatórios, ou precatórios bloqueados, ganham vida própria, ingressam no mercado até o dia que alguém descobre que comprou um lote na lua. Eu recentemente votei numa ação - não posso obviamente declinar as partes - em que

um desses pré-precatórios, precatórios bloqueados, tinha um valor de 6 bilhões de reais. E, quando você vai ver os adquirentes disto, desse lote na lua - aliás, na lua eu acho que é mais tangível -, em Vênus, sei lá, em Júpiter, pronto - a lua está mais perto -, então os felizes proprietários desse lote em Júpiter são vários. Evidentemente, quando eu assim falo, eu estou falando de problemas do próprio Judiciário, porque, se nasceu este precatório - vamos chamar assim, generosamente -, é porque algum magistrado autorizou. Então imaginemos essa cena. Não sei se é pequena, média ou grande, em face desse mercado de trilhões.

Onde está o Banco Central, onde está a CVM? É a primeira pergunta. A segunda: vamos imaginar que um banco, lastreado, por exemplo, nesses precatórios, nesses créditos que ele carrega lá no balanço dele, ele próprio, ou com a ajuda de outros bancos, ele começa a emitir CDB pagando 130%, 140% do CDI, coisa que, para mim, que sou um poupador popular, classe média, chama a atenção.

Eu, Doutor Jacobina, me impressiono, e não é de hoje, eu ando em Brasília, exercendo cargo desde 1999, eu nunca vi tanto elefante pintado de azul desfilando nessa esplanada. Tanta coisa absurda. E a minha indagação, como servidor do Estado brasileiro, é: ninguém viu? Como que ninguém viu? O elefante é grande, está pintado de azul, está desfilando na frente de todo mundo.

Então, para além de todas essas definições normativas, o que o Partido Novo nos oferece é a oportunidade de, ao discutir a equivalência entre arrecadação tributária e poder de polícia, é perquirir se a arrecadação tributária pode ou não ser mantida desde que haja equivalência, proporcionalidade, referibilidade, razoabilidade, como queiram chamar. E por isso essas indagações.

Às vezes, quando o sistema falha, nós temos danos. Foram mencionados nas exposições, creio, da CVM, dois conceitos que são fundamentais. Nós estamos falando de poupança popular, nós estamos falando de economia nacional, nós não estamos falando de interesses puramente privados. Se estivéssemos falando de interesses puramente privados, já era grave, porque, sem mercado privado saudável, o país não cresce. Mas nós estamos falando de contas que, em última análise, são penduradas no bolso do consumidor. Porque o FGC, o Fundo Garantidor de Crédito, quando desembolsa 40, 50 bi, quiçá 60, em última análise, alguém pagará esta conta.

Então a pergunta ao senhor é, nesses acordos de colaboração, de cooperação, as duas perguntas que eu fiz, que obviamente têm aporte empírico, claro, mas não têm nenhuma preocupação punitiva - não é meu ofício, há outro Ministro-Relator que cuida desse assunto; a minha dimensão aqui é prospectiva -, como nós, Estado brasileiro e mercado, fazemos para que outro acidente,

chamemos assim, de tão graves proporções, quanto estes - eu não estou falando apenas de um, eu estou falando de vários -, venham novamente a ocorrer?

Então, a pergunta que eu dirigiria ao senhor, a partir desses dois exemplos práticos, é: como funciona esse acordo de cooperação no dia a dia? São reuniões periódicas, troca de informações? Por que esse sistema não funcionou no caso de fundos que são usados para lavar dinheiro do PCC ou do Comando Vermelho?

Essas são as perguntas que eu gostaria de fazer ao senhor.

O SENHOR ROGÉRIO ANTÔNIO LUCCA (BANCO CENTRAL) - Ok. Esse acordo de cooperação entre o Banco Central e a CVM, voltando à questão que Vossa Excelência colocou anteriormente em relação à competência, o Banco Central exerce suas competências do ponto de vista de regulação e supervisão do Sistema Financeiro Nacional; e a CVM, no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Independentemente do acordo de cooperação, é dever legal de ambos, CVM e Banco Central, que, no âmbito de suas competências, assim que identifiquem alguma irregularidade da competência de qualquer outro órgão, pode ser CVM, pode ser Polícia Federal, pode ser Coaf, tanto o Banco Central quanto a CVM têm a obrigatoriedade legal de notificar o outro órgão sobre qualquer

irregularidade no âmbito das suas respectivas competências do outro órgão. Essa obrigatoriedade é independente de qualquer convênio que existe.

O convênio especificamente que existe entre o Banco Central e CVM tenta fazer justamente a coordenação entre esses dois mercados, mercado financeiro e mercado de valores mobiliários, se baseia em reuniões plenárias, quatro reuniões plenárias por ano, trimestrais, em que são levadas ao plenário uma participação ampla, tanto por parte do Banco Central quanto por parte da CVM, de todas as áreas envolvidas para poder fazer essa coordenação.

Sem prejuízo dessas reuniões trimestrais, existe um contato frequente entre as áreas técnicas do Banco Central e da CVM, existem subgrupos de trabalho que tratam de temas específicos. Quando existe um caso de alguma investigação, alguma supervisão de alguma instituição específica, que envolva necessidade de troca de informação entre os dois órgãos, isso é solicitado ou é oferecido de forma bilateral entre os dois órgãos, Ministro.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - No caso, portanto, dos fundos, é a CVM; no caso de isso impactar a sanidade da instituição, a CVM presumivelmente comunica ao Banco Central.

O SENHOR ROGÉRIO ANTÔNIO LUCCA (BANCO CENTRAL DO BRASIL) - Exato. A parte da competência do sistema financeiro é

do Banco Central, compete ao Banco Central a estabilidade do sistema financeiro no âmbito de sua...

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - É porque há uma imbricação, se tem um fundo, digamos, frágil, vamos chamar assim, ou criminoso, é claro que isso impacta a instituição, em algum momento.

O SENHOR ROGÉRIO ANTÔNIO LUCCA (BANCO CENTRAL DO BRASIL) - Exato.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - E essa é a minha curiosidade do fluxo.

O SENHOR ROGÉRIO ANTÔNIO LUCCA (BANCO CENTRAL DO BRASIL) - E é oportuna essa indagação de Vossa Excelência porque, como eu falei, o Banco Central, atualmente, monitora os fundos, não tem competência sobre regulação ou supervisão dos fundos, mas ele monitora justamente para supervisionar aquelas entidades ou avaliar o impacto daquela movimentação nas entidades por eles supervisionadas. Agora, existe...

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Os senhores monitoram os fundos com meios próprios ou por intermédio da CVM?

O SENHOR ROGÉRIO ANTÔNIO LUCCA (BANCO CENTRAL DO BRASIL) - Ambos. Há algumas informações que são próprias, há

algumas informações que a gente troca com a CVM, há informações, inclusive, que a gente fornece para a CVM.

Mas acho oportuna essa indagação de Vossa Excelência porque existe uma discussão internacional, que foi levantada inclusive no Brasil no ano passado, se eu não me engano, justamente sobre essa questão de qual seria a forma mais efetiva de se organizar as agências reguladoras e supervisoras do Sistema Financeiro mais amplo, de uma forma geral.

Como eu comentei anteriormente, no caso do Brasil, essa organização é feita por mercado. Então, o Banco Central tem atenção no sistema financeiro; a CVM, em valor mobiliário; a Susep, em seguros e a Previc, em previdência, basicamente.

E a discussão que existe é que alguns outros países adotam o modelo de uma reorganização onde cada órgão não focaria mercado especificamente, mas objetivos. Então, por exemplo, há algumas organizações, como na Inglaterra, por exemplo, onde existe um órgão que é responsável pela estabilidade do sistema financeiro e é independente do tipo de mercado ou do tipo de instituição e existe um outro órgão responsável, por exemplo, pela parte de conduta, relações consumeristas. E essa segregação, em vez de ser feita por meio

de mercados distintos, é feita por meio de objetivos: o objetivo de estabilidade financeira e o objetivo de conduta.

Houve esse debate, fomentado principalmente no ano passado, aqui no país, mas o seu amadurecimento dependeria ainda de ajustes em alteração legislativa. A legislação atual separa essas competências por mercado.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu agradeço muito essa sua abordagem, porque não há dúvida de que o Partido Novo pode e outros partidos levarem ao Congresso. Que é uma reflexão que, aí sim, ultrapassa a jurisdição constitucional, infelizmente, porque se trata de um redesenho que eu não chegaria a tanto. Mas, sem dúvida, é um debate de alta relevância.

Apesar das interrupções, eu peço que o senhor conclua.

O SENHOR ROGÉRIO ANTÔNIO LUCCA (BANCO CENTRAL DO BRASIL) - Tudo bem. Concluiria, então, que, de forma factual, nesse debate, o que existe é que, quando se tem uma crise financeira de forma aberta, assim, bancos centrais, de uma forma geral, são diferentes de outras agências reguladoras, porque os bancos centrais têm um balanço de um banco. Então, eles têm ativos e passivos, diferentemente de outras agências reguladoras, inclusive em relação à sua competência de dar liquidez ao sistema em caso de crise. Nós vivemos

isso, por exemplo, na época da covid, quando a gente teve a PEC de Guerra no país. que deu competência para o Banco Central para atuar em diferentes mercados que não se fossem o mercado do Sistema Financeiro Nacional, inclusive podendo ir em mercado de capitais, justamente para poder manter a estabilidade do sistema financeiro de uma forma geral.

Essa discussão sobre a necessidade de bancos centrais, independentemente da regulação e da supervisão, conseguirem sanar problemas de estabilidade financeira, apenas bancos centrais conseguirem isso, é razoavelmente um consenso internacional. Nesse sentido, existe, inclusive, uma proposta de emenda constitucional sendo discutida na CCJ do Senado Federal, que, entre outros pontos, traz essa tema de se ter a capacidade de o Banco Central atuar não só com instituições financeiras do sistema financeiro, bancos, mas atuar também com outros intermediários financeiros não bancários, tendo em vista que têm crescido a participação desses outros intermediários financeiros no âmbito do sistema financeiro no caso brasileiro, especificamente e principalmente fundos. Então, é claro que, ao longo do tempo, os fundos foram crescendo em termos de intermediação financeira, e o Banco Central, hoje em dia, não tem, no âmbito das suas competências, a capacidade de atuação, de dar liquidez ou de operar com essas instituições.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Aproveitando a sua larga experiência que eu vi aqui, e apenas antes do encerramento, por que o Ministro Gilmar aludiu a 31 mil fundos? Por que esse número? Disse ele na abertura, acho que o senhor não estava.

O SENHOR ROGÉRIO ANTÔNIO LUCCA (BANCO CENTRAL DO BRASIL) - Eu não estava.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu notei a sua ausência.

O SENHOR ROGÉRIO ANTÔNIO LUCCA (BANCO CENTRAL DO BRASIL) - Desculpa, Ministro, eu acabei sendo chamado de última hora por conta da ausência do presidente.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Ah, então o desconto de salário deve ser dele, não o seu.

Doutor, o Ministro Gilmar aludiu aqui no começo, com dado de uma instituição internacional, que o número - não, obviamente, o montante de ativos, mas o número - de fundos no Brasil é o maior do mundo, 31 mil fundos, algo assim. E, aí, a pergunta, por que, na sua visão?

O SENHOR ROGÉRIO ANTÔNIO LUCCA (BANCO CENTRAL DO BRASIL) - Esse processo de desintermediação financeira vem

ocorrendo no mundo todo em instrumentos diferentes. Então, tem alguns países em que esse processo tem uma migração, por exemplo, de instituições de natureza bancária para fundos de previdência; em outros locais, existe essa migração, por exemplo, para criptoativos, para ativos virtuais. No caso do Brasil, isso efetivamente tem ido para fundos de investimento. Eu acho que mostra a força do mercado de capitais nacional. Eu não me arriscaria aqui, na frente da CVM, falar do número ou do relativo do mercado de fundos em relação a outros países, não sei se é o maior, eu acredito que seja um dos maiores, mas eu não teria a segurança de falar que é o maior ou que são 31 mil, principalmente na frente da CVM.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - São quase 33 mil fundos.

O SENHOR ROGÉRIO ANTÔNIO LUCCA (BANCO CENTRAL DO BRASIL) - Então, concluindo, acho que existem competências claras hoje em dia, existe uma cooperação entre os órgãos com a CVM, especificamente no que diz respeito ao tema dessa sessão, mas também com o Coaf, com a Polícia Federal, temos interagido e coordenado as ações.

A questão das competências, como Vossa Excelência muito bem colocou, é passível de discussão, desde que seja feita do ponto de vista legal. Do ponto de vista do que é hoje em dia legalizado, agimos no âmbito das nossas

competências e interagimos. Se existir uma discussão em relação à reorganização, essa discussão é possível, e a gente vai colaborar no âmbito dessa discussão.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Obrigado ao senhor.

E apenas um embargo de declaração em relação a mim próprio, quando eu mencionei os absurdos desfilando, eles são dos três Poderes e do mercado também, apenas porque eu mencionei Praça dos Três Poderes. Os absurdos pertencem ao conjunto do Estado, inclusive ao ramo do Estado que eu tenho a honra de integrar neste momento, e ao mercado também. Então, todo mundo é dono de uma parcela nesse condomínio de absurdos. E, por isso, nós estamos aqui juntos nesse espírito colaborativo.

Agradeço muito ao senhor.

Nós estamos com 30 minutos de atraso e, por isso, vamos dispensar intervalo para poder agilizar e recuperarmos esses 30 minutos.

Os representantes dos órgãos de governo, se quiserem permanecer conosco, são nossos convidados, claro. As partes, o Partido Novo e a AGU, permanecem onde estão. Mas eu agradeço aos senhores, porque nós vamos precisar fazer uma substituição.

Inicialmente, chamarei à mesa o Doutor Gustavo Tavares Borba, Maria Isabel do Prado Bocater e Otávio Yazbek e Gabriela Codorniz. Peço que se assentem à mesa.

Agradeço a todos que colaboraram aqui nesse momento inicial.

Então, Gustavo Tavares Borba, que falará em primeiro lugar, em seguida, Maria Isabel, depois Otávio e Gabriela. E aí vamos substituindo sucessivamente. Claro que os doutores do Partido Novo podem permanecer, os três ou somente um, a critério dos senhores.

Então, eu peço que o doutor Gustavo já assuma a tribuna, que foi um especialista convidado por este relator, por conta da sua experiência profissional, inclusive de recentemente ter sido diretor da CVM. E depois nós ouviremos a doutora Maria Isabel. Creio que já estão mais ou menos aqui, o doutor Marcelo, o doutor Manoel Messias, se já quiser sentar-se também. Se o senhor quiser, seu lugar está aqui. Muito bem.

Então, doutor Gustavo, Vossa Excelência tem 15 minutos para a sua exposição. E agradeço a presença.

O SENHOR GUSTAVO TAVARES BORBA (PROFESSOR DOUTOR E MESTRE, ADVOGADO, EX-DIRETOR DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E EX-CHEFE DA ÁREA JURÍDICA DA JUNTA COMERCIAL DO

RIO DE JANEIRO – ESPECIALISTA CONVIDADO) - Ministro Flávio Dino, Doutora Camila, todos os demais presentes, queria inicialmente agradecer o convite do Ministro Dino e dizer que é uma satisfação estar aqui presente e poder, de alguma forma, contribuir para um tema que é tão sensível no mercado de capitais e que, se bem equacionado, tem capacidade de gerar efeitos muito promissores para o mercado de capitais e para a economia do país.

Esse tema é complexo e difícil porque envolve diversas especialidades. Nós passamos pelo direito financeiro, direito tributário, constitucional e administrativo, com foco muito importante no direito orçamentário, nas questões orçamentárias. Então, para analisar essa questão, nós temos que analisar esse conjunto de regras. A dificuldade justamente é essa, porque é muito difícil alguém ter a visão conjunta dessas várias questões, e tudo isso em um cenário que envolve o mercado de capitais e a atuação de uma autarquia na regulação e fiscalização de um mercado extremamente complexo.

Considerando a minha especialidade e o propósito aqui da audiência, farei um panorama muito breve do que eu entendo que está acontecendo no mercado de capitais, de qual é a função da CVM e da importância do processo sancionador para gerar um ambiente saudável no mercado de capitais. Em seguida, entrarei na questão principal, que é a análise sobre se há uma distorção, uma descalibragem no valor da taxa, ou se a distorção, a descalibragem, está na

destinação de um valor ínfimo da arrecadação da taxa para a finalidade que justificou a sua criação, que é a fiscalização do mercado.

Bom, como já foi exposto aqui pela CVM, pelos demais participantes e pelos próprios advogados da parte autora, é evidente que existiu um crescimento exponencial do mercado de capitais. O mercado de capitais cresceu de forma muito intensa nos últimos 15 anos. Se pegarmos um corte de 2014 para 2025, vemos que o volume cresceu mais de 400%, o volume de recursos no mercado de capitais; o número de agentes regulados cresceu aproximadamente 300%; e o número de investidores, pessoas físicas, na B3, também cresceu mais de 1.000%. Então, o mercado se tornou muito mais pujante do que era.

O aspecto drástico dessa situação é que, quando se verifica a estrutura da CVM, ela não cresceu; ela até reduziu, se formos pensar em termos absolutos. Nós temos hoje menos servidores na CVM do que tínhamos há 10 anos. É verdade que houve um concurso em 2024, mas isso não conseguiu sequer preencher aquelas vagas que se abriram durante esse período. Então, o que se verifica é que nós temos uma CVM que não está aparelhada para fiscalizar um mercado que cresceu muito.

E o mercado cresceu não só em números, mas também em complexidade. Novas áreas surgiram, como a securitização, que era muito pequena

e agora tem um aporte enorme, a tokenização, que vem crescendo muito, o *crowdfunding*, várias novas áreas que antes não demandavam tanto trabalho da CVM e agora demandam um trabalho adicional, e a CVM não tem estrutura suficiente para atuar nesses segmentos.

Um exemplo bem emblemático disso foi a criação, em 2023 ou 2024, não me recordo, de uma nova superintendência para tratar especificamente de securitização e agronegócio. Então, cria-se uma nova superintendência para endereçar um problema, uma demanda real e grande, e isso sangra as outras áreas da CVM, que vão perder funcionários para ceder a essa nova área, que é necessária. Assim, a CVM trabalha no limite para permitir uma fiscalização adequada.

Para analisar a importância da função fiscalizatória da CVM, é preciso entender que a fiscalização e as eventuais punições decorrentes de processos sancionadores fazem parte de uma regulação *lato sensu*.

O que a CVM - assim como qualquer regulador setorial - busca é conformar as condutas dos agentes. Para isso, estabelece regras, porém, nem todos os agentes cumprem as regras estabelecidas. Assim, para corrigir essa situação, a agência reguladora precisa fiscalizar e aplicar a punição. O objetivo principal não é punir o agente que agiu de forma irregular, mas conformar as condutas. Por isso se diz que, no processo sancionador, o efeito da sanção não é

uma mera retribuição a um mal causado, mas produzir um efeito dissuasório. Ou seja, por meio da punição - que faz parte da regulação *lato sensu* -, reduz-se as condutas irregulares no mercado.

Dando um exemplo: não é economicamente interessante agir em desacordo com as regras estabelecidas, pois é muito provável que essas condutas irregulares sejam detectadas e punidas.

Os agentes que atuam no mercado de capitais têm a perspectiva econômica muito forte. Se o mercado percebe que condutas irregulares não estão sendo punidas, em razão da falta de capacidade e de estrutura da CVM, isso estimula a prática de novos atos ilegais. Qualquer regra de conformidade gera custos. E a conformidade é necessária para que o mercado opere de forma regular. Contudo, quando agentes deixam de observar as regras - e, pior ainda, quando cometem fraudes e não são punidos -, criam-se incentivos extremamente perversos para o mercado, levando agentes que antes atuavam em conformidade com a lei a também passarem a agir de forma irregular.

Não estou falando que todo mundo vai fazer isso. É claro que existem agentes que jamais atuarão de forma irregular, independentemente da ineficiência ou das dificuldades na aplicação de sanções. Contudo, há agentes na zona cinzenta que podem, sim, ser estimulados - e isso acontece.

O efeito é muito perverso, é uma bola de neve, um ciclo vicioso. À medida que o mercado percebe que o efeito dissuasório não está sendo aplicado e efetivamente cumprido, mais entidades atuam de forma irregular e, como consequência, a estrutura da CVM fica ainda menor para enfrentar uma realidade em que o número de ilícitos se avoluma. Inclusive essa é a justificativa das agências reguladoras e do processo sancionador administrativo. Esse não é um fenômeno muito antigo, é relativamente recente. Ele ganhou força a partir da década de 1950 e buscou oferecer respostas adequadas em segmentos muito especializados da atividade econômica.

Então, percebeu-se que o Legislativo não conseguia acompanhar a evolução desses segmentos e que o Judiciário não conseguia analisar as questões técnicas especializadas em tempo oportuno. Assim, as agências reguladoras surgem com a perspectiva de aplicar sanções de forma mais técnica, em prazos menores, e de elaborar uma regulação capaz de acompanhar a evolução do mercado. Ou seja, permita a evolução, porque analisará tecnicamente aqueles atos, e defina, dentro do conjunto de evolução - que deve ser preservado -, quais condutas causam danos ao mercado de capitais. Essa é a função do mercado de capitais.

Quando se tem uma CVM que não detém recursos suficientes para desempenhar esse papel, os efeitos sobre o mercado de capitais são nefastos para a regularidade no mercado e para a eficiência desse ambiente.

A primeira conclusão que posso apresentar é que a estrutura da CVM está totalmente defasada para fazer frente a um mercado que vem crescendo de forma exponencial. A CVM, com a estrutura que tem hoje, não consegue dar uma resposta tempestiva e adequada a um mercado que está cada vez maior e mais sofisticado. Ela precisaria de uma estrutura e de recursos muito superiores àqueles que nós verificamos, de fato, aqui, e que foram muito bem expostos nas exposições que me precederam.

No que se refere à punição, a CVM tem que ser hábil para detectar os atos irregulares e também para oferecer uma resposta tempestiva, porque, quando se oferece uma resposta intempestiva a uma infração grave, as consequências também são muito danosas. Apenas para dar um exemplo, o investidor que é lesado por uma conduta irregular provavelmente quer propor uma ação de responsabilidade civil. Se a resposta da CVM demora mais de dez anos, é provável que essa ação esteja prescrita quando ela se posicionar sobre o assunto. Então, isso produz efeitos muito danosos em outras áreas também. A área criminal, que foi exposta agora há pouco, também depende muito da análise técnica feita pela CVM.

Então, o não desenvolvimento adequado do mercado de capitais e a falta de estrutura da CVM geram efeitos realmente danosos ao mercado.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Doutor Gustavo, o senhor aludiu à prescrição. Com a sua experiência, e isso vale para outros que vão expor, essa prescrição administrativa acontece com alguma frequência ou o problema é mais o represamento mesmo?

O SENHOR GUSTAVO TAVARES BORBA (PROFESSOR DOUTOR E MESTRE, ADVOGADO, EX DIRETOR DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E EX CHEFE DA ÁREA JURÍDICA DA JUNTA COMERCIAL DO RIO DE JANEIRO – ESPECIALISTA CONVIDADO) - A prescrição administrativa não é muito comum, até porque a interpretação é bem elástica sobre os critérios de prescrição. Então, qualquer andamento ou qualquer investigação interrompe o prazo de prescrição. O que ocorre é que, se demorar mais de cinco anos para iniciar a investigação, aí há prescrição. Não é uma situação muito comum, mas, em algumas situações, acontece.

Então, a conclusão é que a falta de estrutura da CVM inibe o efeito dissuasório, que é próprio e essencial ao processo sancionador, e, de certa forma, estimula condutas ilícitas, pois os infratores fazem um cálculo econômico das chances de serem punidos *versus* o lucro que eles podem obter com essas

condutas irregulares. Então, isso é um fator, um ponto muito importante que eu acho que tem que ser avaliado.

E, abordando agora para a questão principal - esse parêntese que eu fiz foi só para mostrar a importância do processo sancionador e de um processo sancionador bem calibrado, que funcione de forma eficiente -, passo para a questão da taxa de fiscalização. E aí temos que analisar se há uma distorção no valor da taxa ou se o que está descalibrado é a ausência de destinação de um percentual razoável do valor arrecadado com a taxa para a função que justificou a sua criação. E aí eu tenho três percepções e uma conclusão final.

A primeira percepção pessoal é que o orçamento da CVM - isso é uma questão orçamentária, principalmente - está totalmente incompatível com as suas funções institucionais, com o tamanho do mercado e com a complexidade do mercado de capitais e com o valor arrecadado com a taxa. Nós temos uma taxa que supera três vezes o que é destinado à CVM.

A segunda percepção é que não basta aumentar o orçamento da CVM. Esse aumento do orçamento da CVM tem que vir acompanhado de outras medidas, como o aumento de funcionários, o que depende de projetos de lei do Poder Executivo para que se efetive. A CVM simplesmente não tem como executar um aumento substancial do seu orçamento se não tiver funcionários que possam,

inclusive, participar dos projetos e coordenar contratações de programas tecnológicos que são tão essenciais à fiscalização desse ambiente.

Muito se diz, é quase um mantra, que a fiscalização tem que passar pela questão tecnológica. Isso é verdade, mas é uma meia verdade. Se é verdade que o mercado, com as características atuais, só pode ser fiscalizado com muita tecnologia, também é verdade que projetos de tecnologia demandam pessoas para coordenar e para receber os *inputs* desse sistema. Então, simplesmente falar que basta investir em tecnologia não é uma verdade absoluta, pois ela depende de um quantitativo de servidores compatível.

A terceira percepção é que a taxa em si não pode ser considerada descalibrada, considerando os conceitos adotados pela jurisprudência do Supremo de referibilidade e equivalência razoável. Não está claro que existe um descompasso entre a necessidade da CVM e o valor dessas taxas. Então, o que parece ser inconstitucional é a destinação de uma parcela ínfima dos recursos arrecadados com essa taxa nessa atividade.

Em relação a declarar a inconstitucionalidade da reforma de 2022, eu acho que seria uma situação muito ruim para o mercado de capitais, uma vez que essa legislação de 2022 apenas customizou a taxa às necessidades e às características dos participantes, ampliando a base, aumentando a taxa para os

grandes *players* e diminuindo para os pequenos agentes. Então, é como se diz no dito popular, a emenda sairia pior do que o soneto.

A conclusão final a que chego é que a lei não seria em si inconstitucional. Seria inconstitucional uma situação de fato, a destinação dessa parcela ínfima dos recursos arrecadados com a taxa para a CVM, recursos que representam 30% do valor da taxa. Isso é manifestamente inconstitucional, ainda mais quando é notório que a estrutura da CVM é incompatível com o seu desafio institucional.

Qual a solução para isso? Isso é muito difícil, eu não sou constitucionalista, mas me parece que passaria para alguma dessas técnicas de controle de constitucionalidade sem redução de texto. A meu ver, a solução mais racional e eficiente para esse quadro seria uma solução consensual com a União. Convencer a União, e esse ambiente aqui talvez seja muito propício para isso, que não tem sentido destinar um percentual tão pequeno para uma autarquia que desempenha uma função tão relevante e que notoriamente precisa de mais recursos para fiscalizar um mercado que cada vez cresce mais.

Termino, então, citando aqui uma frase que eu me lembrei muito quando estava estudando esse caso, uma frase de Mário de Andrade, que diz: progredir, progredimos um pouquinho, que o progresso também é uma fatalidade.

É isso que eu vejo, apesar da ironia da frase. Na prática, eu vejo que a CVM conseguiu, nesses últimos anos, evoluir um pouquinho, mas muito menos do que seria necessário para termos um mercado adequado e funcional, que gerasse benefício para a sociedade.

Agradeço e espero que a discussão aqui gere frutos.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Muito obrigado ao senhor, Doutor Gustavo, inclusive, por ter corroborado o apelo que fiz há pouco quanto à possibilidade de entendimento direto das partes, se for cabível até uma audiência complementar para esse fim. Agradeço ao senhor a colaboração, a disponibilidade de aqui estar e trazer essas observações, sobretudo a parte final, que ajudou muito na nossa reflexão.

Doutora Isadora, imaginando que todos aludiram à situação de recursos humanos e em face das minhas indagações quanto à inexistência, o pequeno número de concursados e a falta de vagas, estamos falando de um processo legislativo e de provimento de vagas que deve nos consumir, mais ou menos, sendo otimista, uns 18 a 24 meses. Lembro a Vossa Excelência que existe o CNU, com concursados que podem, talvez, prover temporariamente não a atividade-fim da CVM, mas atividade-meio, mediante cessões. Se é preciso desenvolver produtos, projetos de tecnologia, isso pode se dar com a cessão de

profissionais que ajudem a CVM a rapidamente se adequar em face do que o Doutor Gustavo acabou de dizer: progredir, progredimos, é quase uma fatalidade, porém, é inequívoco que, nos últimos anos, o crime organizado, *lato sensu*, progrediu mais do que o Estado brasileiro, em todas as áreas, todas, sem exceção.

Temos um indicador alvissareiro, positivo, que deve ser saudado por todos os brasileiros e brasileiras, que é a queda do número de homicídios. Isso é muito relevante. São vidas humanas poupadas. De fato, temos uma tendência forte de queda do número de homicídios, porém, quando vamos para outras esferas que não esta, vamos encontrar, infelizmente, indicadores gravemente em processo de deterioração, normalmente envolvendo esta situação que antigamente se pensava apenas nos paraísos fiscais. Talvez os paraísos fiscais tenham mudado para nossa esquina. Isso demanda esta reflexão que estamos aqui a fazer.

Doutora Maria Isabel, muito obrigado, também, à senhora que representa a Associação Brasileira de Companhias Abertas. Vossa Excelência pode ocupar a tribuna por 15 minutos.

Depois, vamos ouvir, imagino que de modo compartilhado, o Doutor Otávio Yazbek e a Doutora Gabriela Codorniz.

Doutora Maria Isabel do Prado Bocater.

A SENHORA MARIA ISABEL DO PRADO BOCATER (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE COMPANHIAS ABERTAS – ABRASCA) - Boa tarde, Excelentíssimo Ministro Flávio Dino, Subprocurador-Geral do Ministério Público Federal, Doutora Camila, prezados senhores, senhoras, eu estou aqui hoje representando a Abrasca, que é a Associação Brasileira das Companhias Abertas.

A Abrasca foi fundada em 1971, portanto já é bem antiga, mais antiga que a CVM, tem atualmente 456 associadas, das quais atualmente somente 190 são companhias abertas, de diferentes portes e setores. Em 2025, o número de companhias abertas que eu anotei era de 703 companhias registradas na CVM. Dessas, listadas na Bolsa, apenas 375.

Eu desconfio que a Abrasca me chamou para representá-la pelo fato de eu ter sido servidora da CVM. Na verdade, eu entrei na CVM em 1978. Já faz tempo, foi o primeiro concurso de advogados para a CVM. E eu saí da CVM já faz 27 anos. Às vezes, dizem para mim: "Olha, você saiu da CVM há 27 anos, mas a CVM nunca saiu de você." Portanto, vou pedir desculpas aqui se eu falar, às vezes, não só com a razão, mas se eu falar com a emoção.

Eu queria falar um pouquinho sobre o básico. Apesar de pessoas que me antecederam aqui já terem falado isso, mas eu acho que é sempre importante reafirmar o básico. O mercado de capitais é um pilar do

desenvolvimento econômico moderno. Por que isso? Por quatro razões básicas: ele canaliza a poupança de investidores para um investimento produtivo; reduz a dependência das empresas do crédito bancário tradicional, que é mais caro; viabiliza projetos de longo prazo e permite, portanto, que as empresas cresçam com uma maior eficiência.

Essa mágica do mercado, vamos chamar assim - uma mágica -, ocorre somente se houver uma coisa, que é a credibilidade do mercado. Se os investidores não confiarem no mercado, não existe mágica. O mercado de capitais vive essencialmente disso. Se não houver isso, o investidor não compra ações, o mercado perde a liquidez, ele encolhe, o custo de capital aumenta. Todo esse ciclo virtuoso de financiamento que pode emergir e florescer acaba sendo interrompido.

A credibilidade depende de uma série de fatores: da adoção de práticas de governança sólidas, regras claras, transparência e - aí me permita aqui falar em uma expressão em inglês, de vez em quando vou fazer isso - do que a gente chama de *disclosure*. O sistema regulatório é fincado na transparência e na simultaneidade de informações que são fornecidas pelas companhias abertas ao mercado e ele depende de fiscalização eficiente e de aplicação tempestiva das regras. Justiça tardia não é justiça. Então, é um clássico, ninguém foge disso.

Os mercados, logicamente, são imperfeitos. E é porque eles são imperfeitos que temos a intervenção do Estado no domínio econômico para regular e aparar as assimetrias. E cabe à CVM, então, promover a lisura do mercado, inibir as práticas lesivas, como o quê? Manipulação, *insider trading*, operações fraudulentas, basicamente.

A CVM não atua sozinha, ela atua com a cooperação de autorreguladores. Então, nós temos a BSM, que é a autorreguladora da Bolsa, nós temos a Anbima, temos a Ancord, a APMEC, vários autorreguladores com os quais a CVM tem convênio. Todos eles exercem uma função de melhorar a ligeireza da CVM em conceder registros, em exercer o seu poder fiscalizador, regulador, tudo isso.

É preciso que existam quadros especializados dentro da CVM, não há dúvida. As pessoas têm que ser qualificadas. É preciso um colegiado composto por profissionais de diferentes especialidades, não podemos ter um colegiado formado só por advogados. Olha que sou advogada, mas confesso, não dá, é preciso que tenha alguém que entenda da matéria contábil, alguém que entenda de economia, alguém que entenda de matérias que estão, todas elas, ali presentes nos temas que vão ser discutidos.

A instituição deve ter independência. A lei da CVM sofreu algumas evoluções, especialmente para instituir mandatos fixos e alternados para os membros do colegiado, que não são demissíveis *ad nutum*. Então, para ser independente, fala-se muito nos conselheiros, nas companhias abertas, que precisam ser independentes. O que traz a independência? O que traz a independência é a qualificação da pessoa, é o quanto ela entende do assunto, é o quanto ela emite suas opiniões. Aí ela é independente. Não adianta ficar vendo muito mais, se existe alguma ligação entre o controlador e a pessoa; se ela não souber o que fazer, se ela não entender do assunto, se não emitir suas opiniões e assumir determinadas posições, não adianta, ela não será independente.

Precisamos de uma infraestrutura tecnológica moderna, porque o mercado avançou, como se disse aqui, não há dúvida.

Fico até me perguntando: será que nós achamos que as fraudes vão ser completamente eliminadas? Não, não vão, infelizmente. Sabe por quê? É lógico, porque o ser humano é assim, vende terreno na Lua. Não é só aqui. Vamos para os Estados Unidos, que é o maior mercado que existe: sempre venderam terreno na Lua. Então isso faz parte da natureza humana, não há dúvida.

Se olharmos os números de uma associação que eu até não sabia que existia, Association of Certified Fraud Examiners, que é uma associação

mundial, veremos que apropriação indébita de ativos corresponde a 89% dos casos; corrupção, 48%; fraude financeira, 5%. Sendo que essa última, fraude financeira, é a que apresenta maiores prejuízos.

As fraudes causadas por executivos ou donos dos negócios causam perdas sete vezes maiores que as cometidas por empregados, por exemplo. A duração média das fraudes não detectadas, geralmente, é de cinco anos. Elas perduram por cinco anos. Não é só aqui, portanto. Esses dados são globais.

Cinquenta e sete por cento das organizações não recuperam nenhuma parte dos prejuízos. As recuperações estão em torno de trinta por cento. A recuperação costuma ser parcial. Esses dados são um pouco chocantes.

Vamos passar para um outro ponto. Vamos lembrar do momento em que a taxa de fiscalização foi instituída no Brasil. Isso foi em 1989. Eu estava lá na CVM, nessa época, como superintendente jurídica. E a taxa de fiscalização foi criada após a quebra da Bolsa do Rio de Janeiro, após o caso Nahas.

O que foi o caso Nahas? Foi um caso de manipulação, em que havia as chamadas operações "Zé com Zé", as bolsas de valores e as entidades de compensação e liquidação não enxergavam bem quem estava de um lado e quem estava de outro. E o "Zé com Zé" é isso, é estar, de um lado, como vendedor e estar, do outro lado, também como comprador. E isso vai gerando manipulação. Havia

extensão de crédito desmesurado para esse investidor; e tivemos, então, o chamado efeito rebanho. E, aí, pronto, o mercado quebrou.

A CVM, então, estava muito fragilizada. Dois presidentes da CVM foram acusados pelo Ministério Público de cometimento de crime. E a solução: "Vamos ver o que fazem as outras agências reguladoras mundo afora". E o que elas faziam? Cobravam taxa de fiscalização para exercer as suas atribuições. Criou-se assim, então, no Brasil, a taxa de fiscalização da CVM.

E o que é a taxa? O que eu aprendi é que a taxa tem uma natureza contraprestacional. É contraprestação ou de um serviço público ou do exercício do poder de polícia, que é o caso da CVM. A taxa é paga pelos participantes do mercado. São os regulados e os fiscalizados que pagam a taxa. E a taxa, portanto, tem essa finalidade específica de financiar o regulador.

O problema, no Brasil, não é só da CVM. Existem dados que mostram que a maioria das agências reguladoras e fiscalizadoras no Brasil tem esse problema de estarem subfinanciadas, porque a arrecadação não tem o destino correspondente para atender à finalidade para a qual foram criadas. Então, não é um problema só da CVM, infelizmente.

Na época que a taxa de fiscalização foi criada, discutiu-se muito a sua constitucionalidade. Na verdade, a última vez que eu estive na tribuna do

Supremo Tribunal Federal foi há 35 anos, para defender a constitucionalidade da taxa, que foi considerada constitucional. Inúmeras são as decisões do Supremo Tribunal Federal a esse respeito. A taxa é constitucional.

E agora estamos nós aqui, 35 anos depois, para discutir o mesmo problema. Afinal, a taxa é constitucional? Ela está superdimensionada? Porque o argumento que nós temos ali é um argumento bem simples, direto: ou a taxa está superdimensionada - e seria inconstitucional, porque ela tem que guardar uma razoabilidade e proporcionalidade -, ou a destinação dela, então, é que não está sendo observada.

E isso afronta a Constituição Federal? Sim, afronta, porque o art. 76 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias diz que pode ser retido até 30%. E o que ocorre não é isso. Muito mais é retido, 70%. Estou falando aqui em números redondos.

E o mercado? Daí as perguntas formuladas pelo Ministro com relação ao que aconteceu com o mercado. O mercado evoluiu nesse período ou não? O mercado cresceu, cresceu muito. Os todos os números já foram trazidos aqui.

Eu lembro apenas um dado que saiu outro dia no *Estadão*, mostrando que o mercado de capitais, pela primeira vez, em 2025, superou os bancos. Instrumentos de dívida, como debêntures, CRI, CRA, notas comerciais,

FIDICS atingiram 23% do PIB, enquanto os bancos ficaram apenas com 22% do PIB. Isso ocorreu pela primeira vez no país. Então, o mercado cresceu e há um desalinhamento estrutural. Não há dúvida que há, e penso que isso está claro, evidente.

E quais são as consequências disso? As consequências são a dificuldade de recomposição dos quadros técnicos, como o Daniel trouxe, mostrando a perda de pessoal da CVM, pessoal qualificado, concursado, que foi embora da CVM. Por quê? É porque, no BNDES e no Banco Central, eles são mais bem remunerados e têm plano de saúde? Isso é um escândalo, é um absurdo.

Nós uma dificuldade no acompanhamento de fundos de investimento. A história dos fundos de investimento vem à tona toda hora. E é interessante perceber o que são os fundos de investimento. Os fundos de investimento são os investidores, são condomínios de recursos de investidores. E eles cresceram muito mais quando a lei foi reformulada para fazer com que os fundos de investimento, a administração e gestão das carteiras das carteiras não ficassem exclusivamente na mão de instituições financeiras ou integrantes do sistema financeiro. Quebrou-se esse monopólio. E aí então os fundos cresceram o que cresceram.

A pergunta é: bom, a gente precisa reinventar a roda? A gente precisa mudar o arcabouço legislativo e regulatório do Brasil? Quando vemos os modelos mundo afora, verificamos que o modelo chamado de *twin peaks*, de que tanto se fala hoje em dia, é utilizado por três, quatro países, que, antes, tinham um modelo fincado sobremaneira em autorregulação, como a Inglaterra.

Nossa tradição é a do mercado norte-americano, que é um mercado regulado pelo Estado. E a gente fica se perguntando: é preciso reinventar a roda? Não, não é preciso reinventar a roda. Existem lacunas? Existem. Existem falhas? Existem falhas? Sim. Então vamos ver quais são essas falhas, para saber o que fazer.

Na verdade, se nós não tivermos uma cooperação estreita entre CVM, Banco Central, Susep... Podemos lembrar de outros? Quem é que regula e quem fiscaliza as RPPSs? Previc? A RPPS, não sei se está com a Previc. Acho que está com o Mistério da Previdência, não é? Então, quando olhamos para os problemas, qual foi o maior problema nesse caso de que tanto se fala? A aplicação de recursos por parte das RPPSs. Não é problema da CVM, nem do Banco Central. Bom, então, tem que pegar e unir os reguladores e fiscalizadores e fazer com que eles funcionem conjuntamente, que os acordos de cooperação sejam efetivos.

O que interessa à Abrasca?

Eu vou finalizar, Ministro, desculpe.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu agradeço à senhora.

A SENHORA MARIA ISABEL DO PRADO BOCATER (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE COMPANHIAS ABERTAS – ABRASCA) - O que interessa à Abrasca? É uma ilusão achar que os regulados querem um regulador fraco. Não, interessa aos regulados um regulador forte. E é isso que a Abrasca defende. A Abrasca defende um regulador forte, porque assim teremos um mercado forte.

E é por isso que a Abrasca confia que o Supremo Tribunal Federal, ao apreciar essa matéria, manterá a coerência dos princípios constitucionais e, portanto, restabelecerá a destinação dos recursos da taxa à CVM, aos demais órgãos autorreguladores que devem atuar conjuntamente, para que eles desempenhem o seu papel e alavanquem o desenvolvimento do país.

Agradeço, Ministro, a atenção de todos vocês e desculpe por ter extrapolado aqui o meu tempo.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - A senhora pode.

A SENHORA MARIA ISABEL DO PRADO BOCATER (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE COMPANHIAS ABERTAS – ABRASCA) - Está ótimo, obrigada, porque já estou decana aqui, não, Ministro?

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Agradeço à senhora pela exposição muito clara, simpática e, como a senhora mesmo declinou, marcada pela emotividade também, que engrandece esse debate. E falo à senhora e a todos como... Eu tenho filhos em idade escolar, eu tenho filhos de várias idades, se pudesse, teria tido 20. Mas, por ter filhos em idade escolar, eu sei ainda o que é o para-casa. Então, nós temos um para-casa aqui.

Quando se fala de redesenho legislativo ou não, como a senhora mencionou, de integração, é preciso que haja institucionalidade. Eu sou obrigado a acreditar nisso por dever de ofício.

O governo dos homens, aristotelicamente falando, tem virtudes inafastáveis. A senhora, com muita exatidão, lembrou a natureza imperfeita do ser humano; e eu digo aos meus alunos, dizia, que não à toa, o livro do Gênesis, na Bíblia, abre com uma série de crimes. O Gênesis é quase um código penal, já começa logo com homicídio, e vem vindo. Então, é claro que há imperfeição. Por isso, o elemento subjetivo é corrigido pela institucionalidade.

Então, quando falamos de cooperação mais intensa, o para-casa é: qual o modelo institucional que garante isso? Porque é certo que a empiria aponta para falhas nessa integração. Eu não posso afirmar se são muitas ou poucas porque eu sou juiz, eu realmente não tenho a honra de ser especialista no assunto. Daí porque convidei as senhoras e os senhores, que são especialistas.

Mas agradeço muito.

E nós vamos ouvir, ainda com um pequeno atraso, mas vamos avançando, o Doutor Otávio e, em seguida, a Doutora Gabriela.

A Doutora Camila vai presidir por dois minutos, mas eu digo ao senhor, Doutor Otávio, que eu consigo ouvir tudo que o senhor estiver falando pelo sistema de som que há aqui atrás. Mas o senhor pode começar, e a Doutora Camila segue.

O SENHOR OTÁVIO YAZBEK (INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO EMPRESARIAL – IBRADEMP) - Excelentíssimo Senhor Ministro Flávio Dino, Doutora Camila, senhoras e senhores, boa tarde.

Estou hoje acompanhado da minha colega, a Doutora Gabriela Codorniz, em nome do Instituto Brasileiro de Direito Empresarial - Ibrademp. Devo fazer uma breve introdução ao tema e trazer também resposta a algumas provocações feitas em exposições anteriores e, na sequência, passar a palavra para

a minha colega. Tentarei me ater aos sete minutos e meio de que disporei. Se atrasar um pouquinho, peço apenas que a Doutora Gabriela não seja penalizada.

Como alguém que trabalha e que vem estudando, já há pelo menos duas décadas e meia, processos de inovação financeira, estruturas de regulação em mercado de capitais e, sobretudo, como alguém que teve a oportunidade de passar pela CVM, vendo a situação muito difícil com que a autarquia já há muito se depara, foi com muita preocupação que vi, em um primeiro momento, a ADI 7.791, sobretudo em razão do pedido principal, em razão do pedido de reconhecimento de inconstitucionalidade de dispositivos da Lei nº 14.317.

Foi por isso, com certo alívio, que ouvi, nas exposições iniciais, o redirecionamento que o Ministro Flávio Dino vem dando para esse caso. A meu ver, olhar para o fato de que a CVM muito arrecada e pouco dispende, daí tirando a conclusão de que a lei seria inconstitucional, ou de que dispositivos da lei seriam inconstitucionais, é fazer com que o rabo abane o cachorro.

Na verdade, o problema com o qual verdadeiramente nos deparamos é outro. Como tanto já apontaram, o problema com o qual nos deparamos é o da destinação dos recursos angariados pela CVM a título de taxa. Isso não apenas em razão da DRU, mas de uma prática que já se consolidou há

algumas décadas, de se reduzir os valores que a CVM recebe, como provavelmente ocorre também com outras agências.

Acho que a métrica do orçamento da CVM é uma métrica equivocada. O orçamento da CVM é subvalorizado justamente em razão da situação em que a autarquia é mantida, justamente em razão do que a autarquia sabe que é capaz de obter, e não porque não seja disso que ela precise.

Vamos falar um pouco do que a CVM efetivamente precisa. O mercado da CVM, o mercado que está sob a sua supervisão, só fez se alargar nos últimos 20 anos. A CVM foi criada em 1976 para olhar companhias abertas, não muito mais do que isso.

Em 2001, ela teve a sua competência alargada com o alargamento do conceito de valores mobiliários e passou a lidar com fundos de investimento, com derivativos, com diversos outros produtos não nomeados. O conceito de valor mobiliário passou a ser um conceito aberto, que permite uma reinterpretação permanente a cada vez que surge um novo produto no mercado. E o mercado, de lá para cá, se desenvolveu. A indústria de fundos cresceu imensamente, a ponto de chegarmos àqueles números a que o Ministro Gilmar fez referência.

Aqui, gostaria de abrir um parêntese em razão do questionamento apresentado pelo Ministro Flávio Dino. Temos 31 mil fundos de investimento, é uma indústria que parece muito grande. No entanto, há alguns motivos para tal.

O primeiro dos motivos, a meu ver - e há diferentes leituras -, é que, no Brasil, por questões fiscais, sempre que se queria desenvolver um tipo de atividade diferente, decidia-se criar um fundo de investimento novo para desenvolver essas atividades, por iniciativa regulamentar mesmo. Foi assim com os fundos de investimento em direitos creditórios, porque a solução usada nos Estados Unidos não era eficiente aqui, do ponto de vista tributário. Foi assim com os FIPs, os Fundos de *Private Equity*. Muitas atividades que, em princípio, não precisariam estar sob a indústria de fundos de investimento, estão, e elas funcionam perfeitamente bem.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Nesse contexto, Doutor, os fundos de cota única, Vossa Excelência os situa onde nessa sua observação?

O SENHOR OTÁVIO YAZBEK (INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO EMPRESARIAL – IBRADEMP) - Os fundos de cota única ingressariam

em um segundo capítulo. O primeiro foi esse: para determinadas atividades, era necessário desenvolver novas formas de viabilizar o investimento.

Os fundos de cota única, ou os fundos restritos com número limitado de cotistas, não são veículos de investimento coletivo. Na verdade, eles tendiam a cumprir uma outra função, primeiro, de gestão de patrimônios individuais. De certa forma, eles são uma distorção. Porque eu falo: no fundo, em uma estrutura tipicamente criada por investimento coletivo, tem um único cotista. É um condomínio de um homem só. É estranhíssimo.

Mas existe uma outra finalidade para os fundos de cota única. Eles começaram a ser muito usados por instituições financeiras, ou fundos de previdência, para segregar carteiras. Se eu sou um grande banco, tenho a minha tesouraria, opero carteiras diferentes, constituo um fundo para operar uma carteira de derivativos, um fundo para operar uma carteira com determinadas finalidades, e isso ajuda a multiplicar os fundos de investimento no nosso mercado.

Há também finalidades ilegítimas para os fundos de cota única. Além disso, existe um terceiro problema - é o terceiro, ao qual me refiro aqui - e que ajuda a explicar a multiplicação dos fundos de investimento: as estruturas de fundos de fundos, a estruturas em camadas, já mencionadas anteriormente.

Essas estruturas cumprem também uma função: função para a oferta de produtos ao mercado, para que eu permita que um determinado fundo invista em outros, e, com isso, possa oferecer uma carteira mais complexa, mais interessante para os seus cotistas, por exemplo. No entanto, essas estruturas também servem para mascarar estruturas de cotistas, para permitir que, ao final, não se identifique o beneficiário final.

Meu orientador de doutorado, o Ministro Eros Grau, costumava dizer que a economia sobe pelo elevador, o Direito sobe pela escada.

Pois bem, essas estruturas de fundos, como novas estruturas de mercado, começaram a ser usadas, nos últimos anos, também para irregularidades, e é o que temos visto nesses casos tão recentes. Mas elas não são, por natureza, irregulares. Eu as refiro muito mais para falar do efeito que elas geram sobre a infraestrutura da CVM, hoje flagrantemente incapaz de acompanhar toda essa complexidade, toda essa multiplicidade.

Por exemplo, o fundo oferecido para investidor de varejo. A CVM, claramente, tem uma preocupação com isso. E os Fundos de *Private Equity*, os fundos oferecidos apenas para investidores profissionais? A CVM tem que ter a mesma preocupação? Talvez não. Agora descobrimos que muitos servem a irregularidades, então talvez ela tenha que ter novamente. São muitas

especialidades diferentes que se começam a exigir dos reguladores. Ela foi criada para companhias abertas e, de uma hora para outra, tem que entender de derivativos, entender de securitização.

Por isso, a meu ver, o alargamento da discussão que o Senhor trouxe é profundamente benéfico. É importante discutir o subdimensionamento da CVM, discutir a forma pela qual ela não tem recebido os recursos necessários para as suas atividades, e discutir também algumas das disfunções geradas por esses problemas. Por exemplo, a autorregulação é uma prática típica do mercado de capitais e profundamente benéfica, como a Doutora Maria Isabel Bocater referiu.

A autorregulação é um suporte essencial para o regulador estatal. No entanto, é razoável que o volume de autorregulação e que a dependência da CVM de autorreguladores, que não têm o mesmo poder de polícia, não têm a mesma capacidade impositiva, tenham se tornado tão grandes nos últimos anos?

São formas que a CVM tem de procurar resolver problemas muito graves com os quais se depara. E a situação não merece ser edulcorada. A CVM, hoje, tem limitação de recursos, limitação de patrimônio, tem muita gente com projetos, como nos mostrou a apresentação do Daniel Valadão, mas ela tem incapacidade de fazer muito daquilo que está no seu pacote. E aqui a discussão institucional que Vossa Excelência propõe se torna essencial.

Eu não resisto, nesse momento, a me referir a um mote que aprendi nos meus tempos de faculdade, que é uma expressão gramsciana: o pessimismo do intelecto, o otimismo da vontade.

Temos que enxergar, com espírito crítico, as limitações com que a CVM hoje se depara, os pontos em que ela eventualmente tenha falhado nos casos recentes - e ela não foi a principal entidade a falhar nesses casos -, e buscar soluções institucionais adequadas.

Aqui, o grande risco é o das soluções mágicas. Eu adoro a discussão sobre o modelo Twin Peaks, a discussão sobre competências. Mas ela é viável? É factível discutir esse tema hoje no Congresso para ter uma resposta daqui a quantos anos? Por outro lado, discutir mecanismos de troca de informações, discutir - perdão pela expressão - a *accountability* dos reguladores e a obrigatoriedade de troca dessas informações, discutir a inteligência da regulação financeira é essencial. Na penúria em que a CVM hoje vive, essa discussão foi profundamente prejudicada.

Agradeço imensamente pela atenção, Senhor Ministro. Peço desculpas por ter me estendido e peço novamente que minha colega Gabriela não seja penalizada por isso.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Na verdade, ela vai ganhar um tempo adicional, porque é prerrogativa dela e da Doutora Maria Isabel, da Doutora Isadora, enfim, da Doutora Cristiane.

Agradeço ao senhor e vejo que, de fato, é discípulo de Eros Grau, uma figura muito querida, e citou um intelectual que escreveu isso há 100 anos. A alusão não é muito otimista, mas eu sou otimista, porque ele escreveu isso antes da crise de 1929 e da Segunda Guerra, mas ele continuou otimista. Eu acredito nisso.

Obrigado ao senhor.

Vamos, então, Doutora Gabriela Codorniz, ouvi-la com muita alegria, por oito minutos; em seguida, o Doutor Marcelo Barbosa.

A SENHORA GABRIELA CORDONIZ (INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO EMPRESARIAL – IBRADEMP) - Boa tarde, Excelentíssimo Senhor Ministro Flávio Dino, Senhora Juíza Camila, obrigada pela organização, ilustres autoridades e todos e todas as colegas presentes.

Quero, em primeiro lugar, parabenizá-los pela organização da audiência pública, pelo privilégio de estar aqui e poder estar com vocês hoje para representar o Ibrademp nos temas que estão em discussão. Tenho muito orgulho de ter integrado a CVM nos anos de 2010 e 2011. Atuei como chefe de gabinete da

Presidência. Inclusive, à época, o Otávio também era diretor da CVM. Estamos aqui hoje para debater um tema que é fundamental.

A CVM é uma autarquia séria, com um corpo técnico de excelência e uma missão fundamental para o devido funcionamento do sistema financeiro nacional e, obviamente, para o Estado Democrático de Direito.

Vou tentar também, de forma objetiva, responder a alguns dos questionamentos feitos no âmbito da audiência pública. Muitas informações foram trazidas; tentou-se fazer uma síntese com as respostas. Esses dados são públicos, a CVM tem total transparência, foram trazidas muitas informações aos autos, mas também os relatórios anuais e outras informações são públicas.

Acho que aqui é convergente, com tudo o que já foi falado, talvez até por unanimidade, que, sim - a primeira pergunta era se a CVM cresceu menos do que o mercado regulado. Sim, a CVM cresceu menos do que o mercado regulado. A apresentação do Daniel trouxe alguns números, mas chama muita atenção pensar na questão dos próprios cotistas dos fundos, que hoje são 26 milhões e, nos últimos dez anos, passaram de 11 para 26. Investidores de Bolsa passaram de 600 mil para 6 milhões. Entidades reguladas passaram de 45 mil para mais de 92 mil. O mercado, em termos de capitalização, sem contar alguns números derivativos, hoje está em torno de R$18 trilhões.

A CVM recebeu, nos últimos anos, desde que atuei na CVM até hoje, uma série de novas áreas e regulados: houve referência aqui ao segmento do agronegócio, com o Fiagro; mas também ao segmento imobiliário, com os condo-hotéis e os Cepacs; ambiental, com discussões sobre mercado de carbono; segmentos na questão de securitização, com créditos financeiros; ativos digitais, com criptoativos, tokenização, além de *crowdfunding*. E também o desenvolvimento de uma série de outras questões pela CVM como, por exemplo, a possibilidade de um *sandbox* regulatório - o nome que se dá é *sandbox* mesmo -, que são áreas para que alguns testes regulatórios sejam feitos, dentre outros. Verifica-se que houve uma ampliação muito grande das áreas.

Contudo, como já foi dito amplamente, o corpo técnico da CVM, nos últimos dez anos, reduziu-se em um percentual de aproximadamente 14%. Como também já foi exposto hoje, uma grande demanda da CVM é o aumento do seu corpo técnico.

Por outro lado, o valor da taxa de fiscalização recebida aumentou, mas isso não aconteceu por conta da Lei nº 14.317, de 2022. Ela teve por objetivo, e acho que isso está bem exposto, inclusive em uma manifestação da CVM nos autos, corrigir grandes distorções que havia. A taxa aumentou especialmente por conta do crescimento do mercado regulado. Certamente algumas cobranças,

que não eram feitas e passaram a ser feitas, são corretas. Por isso a questão da dúvida sobre revogar a lei, como ficariam essas questões.

Como ilustração, a regressão da taxa da CVM, em 2016, era de aproximadamente 437 milhões, e hoje em dia passa de um bilhão, um bilhão e cento e cinquenta milhões aproximadamente.

A despeito do aumento de funções e da arrecadação, o valor repassado para a CVM vem sendo surpreendentemente reduzido ano a ano.

Daqui sai um gancho para a segunda questão: se há destinação da taxa impugnada nos autos ao Tesouro Nacional. Utilizamos, obviamente, já foi dito aqui, um modelo centralizado de gestão do orçamento público e dos recursos arrecadados pelos tributos federais.

A distorção, no entanto, está no repasse feito pela União para a CVM. Pelo nosso ordenamento jurídico, o fato gerador da taxa é o exercício do poder de política, todos sabem muito bem, legalmente atribuído pela CVM. Deveria ser repassado para a CVM, então, 70% dos valores arrecadados. Hoje, como vimos, apenas 30% poderiam ficar com a União, com fundamento no regime de Desvinculação das Receitas da União, o DRU. A União, no entanto, repassa apenas 30% da taxa para a CVM, do montante que é arrecadado.

Em 2025, arrecadou 1 bilhão e 150 milhões com a taxa. A CVM deveria ter recebido aproximadamente 800 milhões, mas recebeu por volta de 300. Não tem como essa conta fechar *versus* o crescimento do mercado.

Pergunta-se se a taxa tem sido investida integral ou parcialmente em tecnologia e recursos humanos para a CVM? Esse também é um excelente ponto. Os números divulgados pela CVM chamam a nossa atenção.

Do montante repassado à CVM, 87% - em uma conta feita por mim, pelos números do Transparência - foram destinados à despesa fixa, que é para pessoal e benefícios. E aqui também outra questão super relevante trazida, que é a evasão dos servidores da CVM, que passam em outros concursos, é migram, às vezes, para outros órgãos, por conta de condições de trabalho.

A carreira da CVM não oferece plano de saúde - isso chama a atenção -, diferentemente de outros órgãos que competem com a carreira, como o Banco Central e o BNDES.

Da despesa fixa, restam 13% para as despesas variáveis da autarquia. Dentro desse valor estão os outros custos da CVM, uma autarquia em regime especial, administração independente, autonomia financeira e orçamentária. Ela tem que contratar todos os outros custos dela, inclusive com tecnologia, inteligência artificial, administração, fiscalização, treinamento,

participação em organismos internacionais, que saem desse montante variável. Os números são bastante surpreendentes.

A taxa, então, tem resultado em julgamento mais rápido, na aplicação eficiente de sanções. Hoje foi trazido um ponto muito relevante em relação ao número de integrantes do colegiado. A CVM tem um colegiado com cinco, um presidente e quatro diretores. Hoje em dia, temos dois diretores, sendo que o Diretor João Accioly está internamente na presidência.

O montante que sobra para a CVM arcar com as despesas discricionárias é ínfimo.

A destinação correta do valor para a CVM proporcionaria maiores investimentos em capacitação, retenção de servidores, equiparação de condições de trabalho, investimentos em sistemas, treinamentos, entre outros, que resultariam em apurações mais rápidas, obviamente, julgamentos mais céleres, incremento na aplicação de sanções.

O último ponto é que os valores resultantes da aplicação de sanções pela CVM também são direcionados para a União. A taxa de fiscalização do mercado vai para a União e ela é apropriada, a meu ver, indevidamente, pela União, no montante superior.

A União recebeu também, em 2025, praticamente o mesmo montante, um montante semelhante, pela aplicação de sanções. Na verdade, foram aplicadas, não necessariamente foram pagas, mas teriam esse potencial e celebração de termos de compromisso. A CVM, então, é extremamente superavitária no orçamento da União. E se a arrecadação da taxa tem possibilitado modernização da CVM quanto à indústria de fundos, aqui entra o mesmo racional da resposta anterior. A CVM tem que alocar um percentual muito inferior ao que tem legalmente direito para as despesas discricionárias, que envolvem todas as modernizações e tudo o que ela necessita para exercer devidamente suas atividades. Entendemos que a arrecadação da taxa tem vinculação direta com o desenvolvimento das atividades da CVM, e ela deveria ser repassada da forma legalmente prevista.

Eu já encerrei aqui, mas em prol do tempo, para concluir, longe de acharmos que não temos problemas, externalidades que devam ser corrigidas, não deve ser atacada a constitucionalidade da Lei nº 14.317/2022, mas sim o cumprimento pela União da Constituição Federal e do arcabouço legislativo, para que haja a correta destinação de recursos para a CVM.

Em um último ponto, queria elogiar a sensibilidade de Vossa Excelência ao destacar que os interesses das partes envolvidas na presente ação direta de inconstitucionalidade não são necessariamente divergentes. Sou uma

defensora da autocomposição, é o tema da minha tese de doutorado. Ressalto que não seria o primeiro caso em que uma ação direta de inconstitucionalidade que envolve temas relacionados à Administração Pública e ao mercado de capitais seria objeto de mediação. Inclusive temos um precedente no âmbito da Câmara de Mediação e Conciliação da Administração Pública Federal, autocomposição seja direta, seja mediada, queria agradecer por Vossa Excelência ter trazido o ponto.

Agradeço novamente a oportunidade e parabéns pela organização do dia de hoje.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Muito obrigado, Doutora, e posso afirmar que todos os Ministros do Supremo são adeptos da autocomposição. Nosso sonho inclusive era esse. Diferente do que dizem, que queremos o Supremo hipertrofiado, ativista, decidindo tudo, nosso sonho era que todas as partes se compusessem e não precisassem demandar o Supremo e, mesmo quando demandam, a senhora tem inteira razão. Quando eu aqui cheguei há dois anos e pouco, ouvi muito de colegas das várias áreas de conhecimento que é impossível fazer conciliação em tema de direitos fundamentais. Eu ouvia essa doutrina com muita curiosidade, porque eu ficava imaginando que um divórcio consensual era inconstitucional, porque nós estamos tratando de um direito fundamental. É claro que eu estou levando ao limite o argumento para dizer a Vossa Excelência que de fato tenho procurado exercer essa atribuição mediadora.

Vejamos o caso tormentoso das emendas parlamentares, que nós recentemente lembramos em uma decisão, já com a Doutora Amanda, minha outra juíza auxiliar, o Caso Brown, que durou 11 anos de monitoramento. Essa não é uma ameaça, é apenas uma lembrança das virtudes da vitaliciedade. Eu ainda tenho 17 anos aqui, se Deus me der vida. Mesmo que tenhamos que fazer um monitoramento longo, neste caso, como o das emendas, podemos e devemos fazer, porque é o melhor caminho o caminho do diálogo institucional. É o que nós acreditamos também e agradecemos à senhora.

O Doutor Marcelo Barbosa tem a palavra; em seguida, o Doutor Manoel Messias Peixinho.

O SENHOR MARCELO BARBOSA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA) - Muito boa tarde, excelentíssimo Senhor Ministro Flávio Dino.

Eu tenho uma apresentação. Vou esperar enquanto faço a saudação ao senhor, que teve essa ideia já elogiada por todos aqui, mas eu faço questão de saudá-lo, porque eu, numa vida passada, presidi cinco anos a CVM, justamente quando essa lei nasceu, a ideia dela nasceu. E foi concebida ao final, em 2023, com a edição da lei. Saúdo também o Doutor Paulo Jacobina, a Doutora Camila, todos os presentes aqui.

Mas eu dizia que eu estou aqui, antes de mais nada, fui convidado e agradeço o convite que recebi de parte da Anbima, que é uma instituição que tem mais de 1.600 instituições dos mercados financeiros e de capitais e ela é responsável pela certificação de mais de 600 mil profissionais que atuam no mercado de capitais no Brasil. É uma instituição que, como nenhuma outra, representa a figura da autorregulação, o exercício da autorregulação aqui no Brasil, junto à CVM.

A Anbima tem convênios com a CVM que tratam de registro de profissionais, registros de ofertas, trocas de informações. Então, esse espírito de autorregulação que foi mencionado aqui antes é exercido na prática já há muitos anos e com muito êxito entre a Anbima e a CVM. E ela, por conta dessa atuação firme, institucional e ampla, ela tem participação também na Iosco, que é a Organização Internacional dos Reguladores de Mercados de Capitais, com sede em Madri, na Espanha.

Eu gostaria de começar aqui, então, com a mensagem de conclusão aqui de parte da Anbima, que é: a regulação forte e o regulador forte e ativo, isso é premissa para o funcionamento adequado do mercado financeiro e do mercado de capitais, Ministro.

Eu vou aproveitar aqui uma fala, a fala inicial do Ministro Gilmar, quando ele fez a comparação com outras autoridades reguladoras, para dizer que, para se colocar a CVM em perspectiva, claro que o valor orçamentário é muito relevante, e é disso que, de certa forma, estamos falando aqui. Mas temos que olhar a figura como um todo, Ministro. A CVM tem uma competência, tem um perímetro regulatório, que só se fizermos a comparação com os Estados Unidos, para usar a figura aqui usada pela Doutora Isabel antes, o que a CVM faz, nos Estados Unidos, é coberto pela SEC, pelo CFTC, no caso de futuros e derivativos, pelo PCAOB, no caso da regulação de auditores, e no caso da efetiva tutela de deveres fiduciários em âmbito de companhias e agências de fundos, isso é submetido ao Judiciário. Então, essa comparação é imperfeita, porque, para ela ser feita adequadamente, se tem que levar em conta também o tamanho do desafio, que é muito grande, e a CVM tem uma competência legal mais ampla do que a média dos reguladores.

Eu vou procurar aqui passar por essa apresentação sem repetir demais o que já foi dito aqui por todos que me antecederam, mas é importante repisar aqui que os regulados da CVM praticamente dobraram em 10 anos, passando de mais ou menos 47 mil, em 2015, para mais de 92 mil no ano passado. Mas não foi só isso. Esses regulados dobraram e surgiram novos regulados. As plataformas eletrônicas, em 2015, não existiam. Eu lembro, em agosto de 2017,

quando tomei posse, o mundo estava sendo apresentado a essa figura dos ativos virtuais, dos criptoativos, e eu, de certa forma, me lamentava, com os poucos recursos que tínhamos, que, em mandatos anteriores, a CVM fiscalizava o boi gordo, o avestruz, que pelo menos você consegue ver. Os criptoativos têm uma situação um pouquinho mais complexa.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Mas o senhor conseguiu ver esse lendário avestruz? Porque parece que há um debate que esse avestruz não existia. Parece, mas o Doutor Jacobina informa que o Ministério Público ainda hoje procura. Mas o senhor pode prosseguir.

O SENHOR MARCELO BARBOSA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA) - Vou pedir a ajuda do Doutor Jacobina, então, para outros assuntos. Mas é importante também, Ministro, ressaltar aqui que o mercado, o crescimento do mercado, a partir de 2016, com o início de um movimento de queda de taxa de juros, ele também sofreu uma pressão muito grande. Os investidores pessoas físicas saltaram da casa de 600 mil, que era um número estável havia 10 anos, para mais de 5 milhões, 3 ou 4 anos depois. São investidores que precisam de um regulador forte, de um regulador capaz de exercer uma tutela, uma supervisão efetiva.

O número de assessores de investimento, antes chamados de agentes autônomos, também aumentou exponencialmente, um pouco por conta do aumento dos investidores pessoas físicas, mas esse assunto vai ser melhor tratado pelos representantes da Associação de Assessores de Investimentos. Mas tiveram um aumento exponencial. Isso tudo coloca mais pressão sobre o regulador.

E eu vou falar uma palavrinha aqui sobre a questão dos fundos. Não são 31 mil, são um pouco mais de 33 mil fundos de investimento. E se nós formos descontar aqueles das chamadas camadas, que foram mencionadas aqui, os tais fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, ainda assim nós vamos chegar a um número um pouco superior a 20 mil. É um número muito expressivo, que mostra que o Brasil é um caso de sucesso na indústria de fundos.

E eu faço questão de frisar isso, porque parte disso é fruto de uma regulação eficiente, de um mercado que se organizou e se disciplina. E com isso nós temos hoje o mercado número um em número de fundos, Ministro, mas o número oito em ativos sob gestão desses fundos. E a depender do câmbio, o sete, o seis e o cinco, nós conseguimos ultrapassar. E eu estou falando de Alemanha, Canadá e França. Conforme o câmbio ajudar, o Brasil pode chegar à quinta posição. Isso varia. Esses são mercados que estão mais ou menos equiparados. Ficam à frente do Brasil e dos Estados Unidos, claro, pela pujança da economia. Luxemburgo e Irlanda por uma artificialidade. Não faço julgamento aqui, mas de

fato é uma artificialidade. E a China. Então, fora esses, o Brasil está equiparado aos maiores.

Eu vou seguir com os dados importantes. Em dezembro de 2025, o mercado de capitais representava um pouco mais de 30% do crédito ampliado total da economia. Isso é muito importante e me permite o gancho para dizer o seguinte: se é importante discutir a taxa de fiscalização para o fortalecimento da fiscalização, da supervisão, também é, Ministro, para o crescimento da economia, para a expansão do mercado de capitais como instrumento de financiamento da economia e de maiores opções para o investidor pessoa física ter confiança e seguir aportando a sua poupança nos instrumentos do mercado de capitais. Então, é uma questão que, na verdade, trata de dois lados. Melhorar os mecanismos de prevenção e repressão, mas também estimular o fomento à economia pela via do mercado de capitais.

E eu dizia aqui no início que nós acompanhamos a origem dessa alteração da lei da taxa de fiscalização. E lembro, o Daniel que estava ali, falou antes, eu me lembro dele me procurando na minha sala para nós termos as primeiras discussões sobre isso, pela evidente necessidade de recalibragem das alíquotas. Mais de 60% das companhias abertas, mais de 60%, pagam uma taxa inferior hoje, depois dessa recalibragem. Os regulados pessoas físicas pagam 20% da taxa que pagavam. Mas o volume total arrecadado, o aumento que ele sofreu foi

na margem e causado não pelas mudanças nas alíquotas, não, mas apenas pelo crescimento do mercado.

Também foram trazidas, para as tabelas que apresentam as alíquotas, figuras que não existiam lá na época da aprovação da lei original, como, por exemplo, as plataformas eletrônicas. Também acho que cabe dizer aqui o seguinte: existe uma parte dessa taxa que vem da cobrança regular, periódica, dos regulados. Mas também uma parte que é imprevisível, que diz respeito aos pedidos de registro de oferta, por exemplo. Não sabemos, quando começa o ano, não sabemos quantas serão as ofertas e o quanto, portanto, aquilo vai demandar da CVM em termos de necessidade de supervisão, de exercício do seu poder de polícia.

Portanto, essa questão da aprovação de um orçamento, é claro que é importante, porque nós estamos falando aqui de recursos que vão ser usados por uma autarquia federal. E tem que haver disciplina, sistematicidade e transparência com relação ao uso desses recursos, mas também tem que haver razoabilidade. Nem tudo se pode prever anteriormente.

Mais uma vez por isso, eu vou saudar aqui a iniciativa do Ministro Dino de, talvez, estimular uma discussão sobre o uso desse recurso, sobre

o montante dele. Porque nem tudo aqui é passível de ser definido com precisão de antemão.

E eu vou dizer aqui também algumas palavras, Ministro Dino, sobre a questão da atuação conjunta da CVM e do Banco Central. Tendo eu mesmo lá estado e visto como essa atuação se dá no âmbito do convênio. Também como poderia se dar, além do próprio convênio, no âmbito do Coremec, que é um Comitê do qual fazem parte a CVM e o Banco Central. Acho que cabe também perguntar se ele não pode ser utilizado de uma forma mais ativa, para troca de informações, para discussão sobre ações de supervisão e o seu aprimoramento.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Esse comitê é aquele que funciona quatro vezes por ano?

O SENHOR MARCELO BARBOSA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS - ANBIMA) - Não, não. Esse é o convênio, Ministro. Esse é o convênio bilateral.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - E o comitê tem periodicidade?

O SENHOR MARCELO BARBOSA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS-ANBIMA) - Esse comitê tem periodicidade agora três em três meses.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Quatro também.

O SENHOR MARCELO BARBOSA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS - ANBIMA) - Fora as reuniões extraordinárias que podem ser convocadas e ele ser mantido ativo regularmente.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu pergunto ao senhor, Doutor Marcelo, porque o "para-casa" que eu aludi há pouco, como mencionei, nós temos compreensão do limite da jurisdição constitucional, a Doutora Maria Isabel até finalizou a sua fala falando da roda, enfim, todos os outros, o Doutor Otávio também mencionou, não chegamos a tanto.

Mas esses instrumentos de intercâmbio, de troca de informação, de comitê etc. paradoxalmente, às vezes, é preciso um olhar externo - e eu falo porque eu governei um estado oito anos e fui ministro do Executivo - às vezes, paradoxalmente, o olhar externo ajuda que os governos consigam ajustar o seu âmbito próprio, chamemos assim. Então, não é um desejo intervencionista, mas sim de facilitação.

O SENHOR MARCELO BARBOSA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS - ANBIMA) - Sem dúvida. Acho que é muito oportuno.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Mais do que votar PEC etc. que realmente é um debate para 2027 em diante. E não as emergências. O senhor pode prosseguir, Doutor Marcelo.

O SENHOR MARCELO BARBOSA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADE DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS - ANBIMA) - Perfeito. Então, com isso eu quero dizer que existem os instrumentos. Os instrumentos existem, Ministro, para serem, talvez, mais bem utilizados, sem necessidade, ao menos imediata, de uma rediscussão estrutural. Que dependeria, essa sim, de uma análise muito mais cuidadosa e não apenas com base em discussões que são suscitadas volta e meia. Mas uma análise muito cuidadosa, assim, que leve onde levar. Enfim, mas os instrumentos existem.

Vendo aqui o meu tempo acabando, eu vou concluir dizendo o seguinte: em primeiro lugar, a indústria de fundos do Brasil é motivo de orgulho. Se acontecem situações como essas que acontecem, elas são fruto de uma série de circunstâncias que devem ser evitadas, cuja repetição deve ser evitada.

Um dado importante também, Ministro, talvez uma informação para se juntar, o FMI e o Banco Mundial fazem, a cada cinco anos, uma avaliação de determinados mercados, o Brasil é um deles, que submete, voluntariamente, por ser membro do *Financial Stability Board*.

Em novembro de 2024, foi publicado relatório sobre a indústria de fundos do Brasil. A leitura é muito elucidativa, porque mostra o progresso contínuo dessa indústria, aponta a autorregulação como uma das razões do êxito da indústria de fundos do Brasil, reconhece a adoção de medidas que haviam sido sugeridas no relatório do quinquênio anterior e recomenda, esse é o relatório do FSAP, publicado pelo FMI e pelo Banco Mundial, recomenda o aumento dos recursos disponíveis para a CVM exercer suas atividades.

Esse é um relatório independente, feito por pares, representantes de mais de cinco autoridades diferentes de mercados de capitais e de bancos centrais, que passaram dois anos fazendo entrevistas e análises aqui no Brasil. É uma leitura muito interessante, tem dados interessantíssimos sobre a indústria de fundos, retrospectivos e recomendações, como o senhor falou, prospectivas.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Se o senhor puder depois disponibilizar à Doutora Camila, eu agradeço.

O SENHOR MARCELO BARBOSA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS - ANBIMA) - Com o maior prazer.

Então, eu concluo novamente agradecendo e dizendo que a Anbima está à disposição para fornecer dados para essa discussão, para colaborar com ideias, com sugestões sobre o modelo de autorregulação que existe hoje, sobre o compartilhamento de informações, desejando que qualquer que seja a solução que venha a ser adotada, ela continue resultando em uma CVM mais forte, que é o que é mais importante para este momento.

Muito obrigado.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu agradeço ao senhor, Doutor Marcelo, e quero dizer que compartilho integralmente da afirmação, segundo a qual a indústria de fundos e o mercado de capitais em geral é um orgulho nacional, e, por isso, estamos aqui. É porque os senhores e as senhoras trabalham numa atividade que faz muito barulho, e, por isso, a regulação tem que ser mais forte. Quando acontece um problema, embora isolado, é igual um avião caindo. É claro que, por dia, tem muito mais acidente automobilístico que aeronáutico. Por isso mesmo, quando tem um acidente na aviação, a repercussão é gigante. Então, os senhores, quando têm problemas em fundos, de um modo geral,

produtos todos, a que o senhor aludiu, e outros, não é um alfinete caindo. Esse é o problema.

E as repercussões são medidas em confiabilidade, confiança, que é vital para o ofício de vocês e para o país, e são medidas em bilhões. Os senhores têm esse problema, os senhores só tratam de bilhão para frente. É bilhão, trilhão. Aqui ninguém falou em milhão, até agora, só a CVM. Os únicos que falaram em milhão aqui foram a CVM e o Coaf, só. O resto falou em bilhão e trilhão, essa é a razão pela qual nós aqui estamos.

Agradeço muito ao senhor, Doutor Marcelo.

E agora, sim, o Doutor Manoel, muito obrigado.

O SENHOR MARCELO BARBOSA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS - ANBIMA) - Eu que agradeço. Boa tarde.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Doutor Manoel Peixinho, em seguida, a Doutora Cristiane Oliveira.

Eu peço desculpa se alguém tiver voo etc. Vocês sabem que eu vivo uma síndrome de abstinência, não é? Eu saí de 18 anos de uma atividade e migrei para outra. Então, na primeira, na de 18 anos, eu falava muito. Aqui eu falo pouquinho, então, às vezes, eu tenho que falar mais para sofrer menos, não é? Mas

eu peço desculpa pelo pequeno atraso, nós estamos aí exatamente uma hora atrasados, mas creio que nós vamos conseguir honrar os voos de todos. Se houver alguma intercorrência, peço que avise para podermos inverter.

Doutor Manoel Messias Peixinho, depois a Doutora Cristiane de Oliveira Coelho Galvão. O senhor tem a palavra.

O SENHOR MANOEL MESSIAS PEIXINHO (SINDICATO NACIONAL DOS SERVIDORES DA CVM - SINDCVM) - Excelência, Ministro Flávio Dino, Relator dessa meritória ação direta de inconstitucionalidade.

Quero saudar também o Doutor Paulo, representante do Ministério Público Federal, da Procuradoria, a Doutora Camila, juíza-auxiliar.

Compareço a esta audiência pública em nome do Sindicato Nacional dos Servidores da Comissão de Valores Mobiliários, para trazer uma contribuição, Senhor Ministro-Relator, singela.

Essa ação não deve ser compreendida apenas como uma simples, rasa discussão sobre a constitucionalidade da taxa de fiscalização, por um motivo muito singelo: o Supremo Tribunal Federal, como foi ressaltado aqui, já assentou, em diversas oportunidades, a constitucionalidade da referida taxa. No Recurso Extraordinário 177.835, de 1999, Senhor Ministro-Relator, na ADI 453, de

2006, esta Corte também legitimou a constitucionalidade da taxa, bem como na Súmula Vinculante 29.

Quero aqui dizer que estou muito feliz com a ação do Partido Novo, e vou dizer por quê. Porque o Partido Novo entende que há desvio de finalidade na cobrança da taxa. E é verdade, há desvio de finalidade. Diz o Partido Novo que os valores arrecadados não se destinam ao sustento da autarquia federal, e isso também é verdade.

Mas, *data maxima venia*, o Partido Novo comete um erro fatal. Diz que a taxa deve ser suspensa e, declarada a inconstitucionalidade, anulada, filiando-se a uma tese superada do Consenso de Washington e da Escola de Chicago, um modelo de liberalismo que nem Adam Smith, em *A Riqueza das Nações*, defendia. Muito pelo contrário, defendia que o Estado deveria minimamente regular.

Então, é evidente que estamos aqui, como dizia Ulisses Guimarães, que dizia "Sua Excelência o fato" — e aqui digo Sua Excelência os fatos —, durante toda esta tarde e início de noite, falando de um único instituto: o desvio de finalidade, nada mais. Tudo o que foi ouvido aqui dos técnicos de todos os órgãos estatais foi sobre desvio de finalidade. Nada mais. E isso é verdade.

E não me filio à tese aqui mencionada de que os servidores da CVM querem majoração salarial apenas para melhorar plano de saúde ou vale-refeição. Isso não é verdade. O que os servidores da CVM querem, Senhor Ministro, é dignidade. É que a máquina burocrática estatal, como defende Max Weber em *Economia e Sociedade*, funcione. Não se trata apenas de uma discussão rasa e equivocada sobre sustento alimentar dos servidores.

Porque, se há desvio de finalidade por parte da taxa que é arrecadada e não repassada para a finalidade para a qual foi criada, qual seja, o custeio do exercício do poder de polícia, a CVM pode ser capturada pelos lobos de Wall Street ou pelos lobos que estão presentes nesta terra, como os fatos mais recentes já demonstram.

Portanto, não estamos aqui apenas discutindo quanto se arrecada, quanto se perde ou quanto deve ser investido. Estamos falando de uma política estatal de recuperação da dignidade dos servidores, sim, aqui numa visão kantiana de finalidade moral, não de meio espúrio para alcançar uma finalidade; não é para subsidiar plano de saúde somente ou vale-alimentação. Mas aqui, como assenta Kant na *Fundamentação da Metafísica dos Costumes*, trata-se de uma finalidade ética de recuperação da CVM, que hoje se encontra enfraquecida, ajoelhada, humilhada, porque não consegue fiscalizar como deveria.

O último governo não realizou um concurso sequer, não por negligência, não por incompetência, mas com o objetivo finalístico de enfraquecer a CVM.

Então, Senhor Ministro, estamos falando de uma violação frontal aos arts. 174 e 192 da Constituição, não pelas razões que o Partido Novo lança - equivocadas -, mas sim porque temos uma Constituição econômica enfraquecida e - como apontam Eros Grau e Vital Moreira - também uma Constituição financeira enfraquecida.

Fico muito feliz de ter sido um dos últimos a falar, porque compreendo, humildemente, Senhor Ministro, que estamos tratando de violação do princípio da proporcionalidade. Em homenagem a Vossa Excelência, cito aqui a *Ética a Nicômaco*, talvez o melhor livro sobre proporcionalidade já escrita no Ocidente, que ensina: "desproporcional é o que excede, mas também é desproporcional o que falta" - o que é reduzido, é a escassez.

A CVM vive hoje dessa escassez e de uma ação inconstitucional do Estado brasileiro, que não repassa recursos suficientes para que possa cumprir suas funções de fiscalização, supervisão, melhoramento na tecnologia, inteligência regulatória, produção de dados, instrução de processos, recomposição de quadros e proteção do mercado.

Mas não é o mercado como um fim em si mesmo - não como essa ficção que se criou, defendida pelo Partido Liberal, e que nem os próprios liberais defendem -, mas sim o mercado como meio - como já foi dito aqui - para o fortalecimento dos consumidores e da sociedade civil em geral.

Então, Senhor Ministro, não acredito - e peço que não me leve a mal - em uma consensualidade construída a partir de um Estado regulador fraco. Não acredito. Acredito que possa haver consensualidade - e Vossa Excelência conhece o tema com bastante profundidade -, mas a partir de premissas já estabelecidas por este Supremo Tribunal Federal.

Por isso elogiei o Partido Novo, com coração aberto, por ter trazido uma questão relevante ao apontar o desvio de finalidade. No entanto, o remédio oferecido é justamente o enfraquecimento da estrutura regulatória. E o conceito de regulação, Ministro, não é vazio, não se confunde com fiscalização, nem com regulação formal, mas com o conceito material de regulação: dar a essa espécie tributária a finalidade desejada pelo constituinte nos arts. 174 e 192 da Constituição. Por isso que a expressão poder de polícia não é apenas um poder de repressão, é poder da *pólis*, da cidade-Estado, de uma regulação justa, equitativa, em que a CVM se insere como uma das autarquias mais relevantes.

Eu vi aqui a exposição do representante do Coaf, não sei se ele está aqui ainda, mas parece que essa comparação é muito importante, porque um órgão como o Coaf receber o que recebe para exercer uma função tão importante, Ministro, nós estamos diante de uma distorção, de uma aberração na finalidade do próprio Estado.

Então, Senhor Ministro, eu, em nome dos servidores da CVM, do seu sindicato, chancelado pelo Doutor Oswaldo Molarino Filho, seu presidente, peço que Vossa Excelência declare a inconstitucionalidade, mas declare a inconstitucionalidade do Estado brasileiro por não cumprir a finalidade desejada nos arts. 174 e 192 da Constituição. Ou seja, há claro desvio de finalidade por parte do Estado brasileiro.

Que Vossa Excelência, na sua formação humanística, de experiência no Executivo, no Legislativo e no Judiciário, possa dar um provimento, se não houver consenso, no sentido de que o percentual mínimo de 70% seja destinado à autarquia, à CVM, para que ela possa não ser mais uma vítima dos lobos do mercado, que pregam e acreditam no mito da desregulação e da desregulamentação.

Muito obrigado, Ministro.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu agradeço ao senhor, Doutor Manuel Messias Peixinho, inclusive pelas eruditas alusões a Kant e Aristóteles, lembrando, claro, a sua condição de graduado também em Teologia e Filosofia. Muito obrigado pela sua contribuição.

Então, eu vou pedir, assim, com o máximo de gentileza, mas me perdoe, que os atuais ocupantes da mesa — a Doutora Cristiane vem se dirigindo já à tribuna —, e eu gostaria de chamar para tomar assento, na última parte da audiência, em lugar dos atuais ocupantes, com exceção das partes, o Doutor Fábio Henrique de Sousa Coelho, o Doutor Ricardo Tadeu Martins, Eduardo Boccuzzi, Diego Eduardo Ramiro Lopes, Francisco Eduardo Amarante e Bruno Tabera, que é para essa parte final.

Muito obrigado a todas as senhoras e senhores pela colaboração, os que aqui estiveram conosco.

Então, enquanto é feita a troca, e mais uma vez agradecendo a todos que se fizeram presentes e trouxeram suas valiosíssimas contribuições, que estarão todas nos autos, vamos ouvir a Doutora Cristiane e, em seguida, o Doutor Fábio Henrique de Sousa Coelho.

Doutora Cristiane, a senhora tem a palavra.

A SENHORA CRISTIANE DE OLIVEIRA COELHO GALVÃO (CONFEDERAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS – FIN) - Muito obrigada, Senhor Ministro. Inicialmente, eu gostaria de cumprimentá-lo. Também ao excelentíssimo Senhor Subprocurador-Geral, Doutor Paulo, e também Vossa Excelência, Doutora Camila.

Vou trazer aqui um tema que ainda não foi tocado e que é uma das razões pelas quais o setor financeiro entende que a paixão nacional dos fundos de investimento tem crescido bastante, que é o impacto da transformação tecnológica na prestação de serviços financeiros. Isso porque segmentos que antes eram correlacionados e praticamente autônomos tornaram-se progressivamente interdependentes hoje. E os produtos ofertados nos mercados bancários, de pagamentos e de capitais agora são percebidos como fungíveis pelos clientes, sejam eles tomadores de crédito, Ministro, investidores, ou consumidores de bens e serviços.

E por que isso é importante? Porque é justamente essa interdependência e fungibilidade que pretendo explorar na minha fala. E antes de pontuar por que essas atividades são importantes e por que esse ponto de vista é importante, eu preciso dizer que todas essas atividades - iniciação de pagamentos, o mercado de investimento, o setor bancário - estão abrangidas pela instituição que

eu represento, a Confederação Nacional das Instituições Financeiras, antes conhecida como CNF e hoje conhecida como FIN.

E aqui, portanto, eu não falo em nome de um produto ou de um segmento, mas sim tento falar em nome de toda a indústria. Essa audiência, ela procura subsidiar o julgamento da ADI 7.791, que trata da taxa de fiscalização do mercado de títulos e valores mobiliários. Mas como bem colocado por Vossa Excelência, Ministro Dino, o debate ultrapassa a dimensão estritamente arrecadatória, a qual eu dou por suficientemente discutida nesta audiência, e envolve o funcionamento do sistema regulatório como um todo. Então eu tento aqui fazer um pouquinho do "para-casa" e conto com a compreensão dos senhores para que entremos nesse tópico também. Essa perspectiva mais abrangente é a que pretendo explorar na minha fala.

O sistema regulatório brasileiro se estruturou no formato atual entre as décadas de 60 e 70, com a criação do Banco Central, da Comissão de Valores e também da lei que ainda hoje rege as sociedades anônimas.

O Banco Central regulamentaria e subvencionaria as instituições que operam sistemas de pagamento, em especial as instituições que realizam intermediação financeira, ou seja, elas captam depósito para conceder crédito.

E aqui uma característica importante do segmento. Mesmo que a instituição financeira tenha prejuízo na aplicação dos recursos que ela faz, ela tem obrigação de devolução dos depósitos que foram feitos. Essa obrigação permanece. Então ela é uma seguradora geral, ela precisa suportar aquilo que ela faz.

Já a CVM regula fundos e operações do mercado de capitais que não captam depósito junto ao público. Eles são os desintermediadores. E por isso a beleza. Reduzem custos, possibilitam uma melhor forma de captação pelas empresas abertas, que era a inclinação inicial da CVM e cujo escopo foi aumentando, como vimos aqui do Professor Yazbek, crescendo ao longo dos anos.

No caso da CVM, os fundos e as operações de mercado de capitais, os investidores são proprietários do ativo e assim eles assumem os riscos da operação. Eu não tenho mais aquela obrigação desse terceiro intermediador de assegurar os depósitos.

Então, antes de avançar para as zonas cinzentas, eu entendo que é interessante reforçar as diferenças estruturais entre esses dois mercados.

No sistema bancário, o banco capta depósito e transforma em crédito. Esse processo gera o chamado efeito multiplicador bancário, pelo qual os depósitos geram moeda bancária e a partir da atividade do crédito, e assim elas tornam exponencial os valores transacionados. Esse mecanismo é fundamental

para o crescimento econômico, mas envolve uma característica central. Os bancos operam com grande descasamento de prazo.

Os depósitos podem ser sacados a qualquer momento ou em prazos curtíssimos, enquanto os empréstimos costumam ter prazos mais longos. A gestão desse descasamento é uma das principais funções do sistema bancário e uma das principais preocupações do seu regulador.

Já no mercado de capitais, em vez de depositar valores no banco, o cliente aplica o valor na compra de debêntures, por exemplo, emitidas pela empresa A. Nesse caso, o financiamento ocorre de forma distinta e não há criação endógena de moeda bancária e, principalmente, não há descasamento relevante de prazos. O investidor adquire um título com prazo definido e a empresa assume uma obrigação compatível com esse horizonte.

Essas diferenças refletem escopos regulatórios distintos também. No caso dos bancos, a regulação precisa garantir que o nível de risco assumido seja compatível com a capacidade de absorção de perda do ente bancário. Trata-se de uma regulação eminentemente prudencial, com exigências rigorosas de capital e regras estritas de alocação de recursos. Isso tudo de modo a assegurar a capacidade de liquidez da instituição, que deve honrar os depósitos dos clientes no

tempo que eles solicitam. Senão eu tenho a corrida e o problema de um bilhão de reais, dos impactos, muito mais de um bilhão.

Já no mercado de capitais, a lógica é diversa. Os investidores são os proprietários dos ativos e deveriam, como bem assumem, os riscos dessas operações. Por isso, a regulação deve se concentrar, no caso dos fundos, em uma grande transparência, na correta divulgação e mensuração dos resultados de cada investimento dos fundos e numa ótima governança daquele mercado, tudo isso a cargo da CVM.

Nesse âmbito, não há que se falar em exigências de capital ou proteção típica de depositantes, como ocorre no sistema bancário. Só que, apesar da aparente estanqueidade dessa divisão entre mercado bancário e mercado de capitais, o fato é que, desde sempre, esses dois mundos se relacionam, especialmente aqui no Brasil. Isso porque o mercado brasileiro, também de fundos de investimento, é consideravelmente, e perdoem-me aqui, bancocêntrico, no sentido de que não só grande parte dos investimentos em fundos é realizada por meio de distribuição pela rede bancária, como também porque os bancos, muitas vezes, mantêm posições relevantes como cotistas dos fundos de investimento.

É exatamente por essa razão que sempre esteve no perímetro regulatório do Banco Central. E aqui se ouviu que a avaliação e fiscalização dos

fundos de investimento é também feita pelo Banco Central quando esses fundos estão no conglomerado bancário e este retenha riscos ou benefícios dali decorrentes.

E aí, o que o Banco Central faz nesse âmbito? Ele faz uma abordagem chamada de *look-through*, ele olha através dos fundos, captura os ativos que estão nos fundos e consolida esses ativos no balancete do conglomerado prudencial, de forma a permitir a adequada identificação da composição patrimonial do banco e assim impedir que ativos de qualidade questionável permaneçam ocultos na estrutura do fundo de investimento. Ou seja, cada ativo da carteira de fundo é considerado como se o banco o detivesse diretamente. Sendo assim, esse ativo recebe uma ponderação de risco, um RWA, proporcional à participação do banco, exigindo regras de alocação mínima de capital prudencial para fazer frente à exposição.

Eventos recentes envolvendo a liquidação de instituições financeiras demonstram, contudo, desafios relevantes, tanto em relação à tempestividade da troca de informação entre reguladores quanto à adequação das ferramentas de supervisão dos mercados de capitais, que ainda estão muito focadas em aspectos formais e menos focadas em aspectos operacionais e financeiros dos fundos. Esses desafios, embora não sejam novos, foram significativamente

agravados pelo crescimento extraordinário da indústria, impulsionado pela explosão tecnológica dos últimos anos.

Essa transformação alterou profundamente o relacionamento dos clientes com o sistema financeiro. Do ponto de vista do cliente depositário, a tecnologia facilitou a abertura de contas, a transferência de valores e ampliou de forma expressiva as opções de investimento. Hoje, por meio de plataformas digitais, é possível acessar de forma simples e ágil tanto produtos bancários, como CDBs, quanto valores mobiliários, como debêntures ou cotas de fundo. Até recentemente, vale lembrar, cada banco apenas ofertava seus próprios CDBs e os fundos geridos por seu conglomerado.

Agora mudando para o outro relacionamento que se vê no setor financeiro, do ponto de vista do tomador de crédito, a tecnologia também ampliou as alternativas de financiamento. O *Open Finance* e o registro de recebíveis permitiram o compartilhamento de informações e a utilização de ativos junto a múltiplos credores, bancos, fundos ou securitizadores.

Mais uma vez, as distinções entre os mercados tornam-se menos marcantes. É nesse contexto que a crescente utilização de estruturas de mercados de capitais, bem como o surgimento de modelos institucionais híbridos, como por exemplo, sociedades de empréstimo pessoal, e estas estão sob a égide do Banco

Central, elas desafiam os limites tradicionais da regulação financeira e ampliam as tais zonas cinzentas de atuação da CVM e do Banco Central.

De fato, embora tais estruturas não sejam bancos do ponto de vista formal, elas desempenham funções muito semelhantes às da intermediação financeira. A diferença central é que em vez de um balanço único, concentrador de riscos, esses riscos são distribuídos entre os investidores, que muitas vezes, mas nem sempre, e aí está o problema, compreendem plenamente o seu nível de exposição. E daí a importância da CVM na fiscalização de adequação do investidor, de fiscalização da correta divulgação da composição dos fundos.

E essa zona cinzenta, ela também ocorre em sentido inverso, Ministro. Eu tenho instituições bancárias que atuam como canais do mercado de capital. Nesses casos, os recursos são captados por instrumentos bancários, como CDBs, que são percebidos como aplicações tradicionais e cobertas pelo FGC, mas são alocados especialmente por meios de fundos de investimento. Embora o mecanismo prudencial do *look-through* busque neutralizar essa diferença, defasagens na comunicação dos reguladores podem comprometer a leitura consolidada dos riscos e enfraquecer a supervisão prudencial em nível sistêmico.

É nesse contexto que o debate sobre a organização institucional da regulação e supervisão do mercado financeiro ganha especial relevância. A

experiência internacional demonstra uma grande diversidade de arranjos institucionais, refletindo trajetórias históricas e institucionais distintas. De acordo com um estudo realizado pelo BIS, hoje 37 jurisdições adotam um modelo setorial de regulação, enquanto 42 jurisdições adotam modelos alternativos, seja com duas agências especializadas, seja no formato conhecido como *twin peaks*, ou ainda modelos de supervisor independente integrado ou de banco central com funções ampliadas. O mesmo estudo demonstra que, antes da crise financeira de 2008, o modelo setorial, que é o modelo que nós usamos, era adotado em 46 países, hoje 37. Ou seja, ao longo das últimas décadas houve uma tendência de redução do número de reguladores, especialmente em países do G20, como forma de responder à crescente complexidade da indústria financeira.

É importante frisar, contudo, que esses processos de transição foram em todos os casos complexos e bastante graduais. E mais, não há uma relação necessária entre a maior integração financeira e a unificação institucional. O caso dos Estados Unidos é emblemático, por exemplo. Mesmo sendo o principal centro financeiro global, ele mantém o modelo setorial de regulação com múltiplas autoridades atuando de forma coordenada. No âmbito bancário, inclusive, a estrutura nos Estados Unidos é descentralizada, sendo que bancos centrais regionais são integrados ao sistema federal. Conclui-se assim que a principal resposta à sofisticação do sistema financeiro não é a fusão institucional, muito mais

relevante é a capacidade de coordenação entre os reguladores, especialmente no que diz respeito à troca de informações e ao monitoramento conjunto dos riscos.

É possível identificar avanços recentes no Brasil quanto ao ponto, e isso eu preciso lembrar e parabenizar a CVM e o Banco Central nessa iniciativa. Neste fim de abril, por exemplo, tivemos a assinatura de um acordo de cooperação técnica que representou um passo importante no aprimoramento do intercâmbio de informações, especialmente no que se refere às operações de crédito. Esse acordo permitiu que operações realizadas fora do sistema bancário, como as estruturadas via securitização, passem a ser registradas no SCR, no Sistema de Informações de Crédito.

E aqui um ponto central sobre a perspectiva prudencial. O Banco Central até então conseguia visualizar de forma completa a exposição do risco do sistema de uma determinada empresa quando essa empresa tomava crédito apenas entre instituições bancárias. Então a mesma empresa, se ela tomasse empréstimo em duas instituições bancárias, o Banco Central conseguia enxergar e assim fazer a avaliação prudencial. Mas se essa empresa fosse para o mercado de capitais, em alguns lugares eu teria algum buraco. O SCR acabou com essa visão fragmentada de exposição a risco e agora ele permite uma capacidade de visão consolidada.

Caminhando para a conclusão, é importante enfatizar que a tecnologia rompeu barreiras, deu origem a um sistema financeiro integrado, no qual a divisão tradicional entre os serviços e produtos já não se sustenta da mesma forma. A resposta a esse cenário não reside em alterações abruptas do modelo vigente, é isso que a FIN acredita. E a FIN, juntamente com as suas associadas, pretende contribuir de forma ainda mais ativa para esse debate, seja para o longo prazo, seja neste curto médio prazo, para o qual a FIN acredita que a prioridade deve recair sobre o aperfeiçoamento das estruturas existentes e dessa conversa institucional contínua. Isso passa necessariamente, aqui voltando ao tema central, pelo fortalecimento da coordenação entre Banco Central e CVM, com especial ênfase na ampliação do intercâmbio de informações e na melhoria de sua tempestividade e efetividade.

Tal avanço, claro, depende do adequado fortalecimento institucional dessas entidades, que hoje enfrentam restrições relevantes do orçamento de pessoal. Fundamental, como todos já disseram, que os recursos já arrecadados ao setor regulados, sejam direcionados ao reforço dessas capacidades institucionais. Todos aqui estamos juntos pelo fortalecimento dessas agências.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu agradeço à senhora e mais uma vez enalteço a importância do mercado nessa coordenação dos órgãos reguladores e as boas práticas, que são imprescindíveis

entre as instituições, uma vez que as anomalias verificadas também podem ser prevenidas pela ação do próprio mercado. Se alguém está vendendo açúcar, sabe que tem cocaína dentro do açúcar e vende como se fosse açúcar, é tão traficante quanto o dono da cocaína. Essas analogias existem porque recentemente aconteceram.

Então, quando nós chamamos aqui a atenção para este fato, é porque, doutora, como a senhora sabe, nesses mercados, às vezes, os ganhos imediatos acabam enfraquecendo, vamos chamar assim, o desconfiômetro de que, se a praxe no mercado é uma taxa de administração de 0,5 e um banco está pagando 3,4, algo pode estar errado.

Então, eu creio que, nesse processo dialógico em que nós estamos aqui, imprescindível como mencionei, nós temos que fortalecer a coordenação dos órgãos reguladores e todas as entidades representativas que nos honram devem ajudar a que esse mercado seja depurado dos vendedores de cocaína disfarçada de açúcar, porque isso está acontecendo.

Muito obrigado à senhora, doutora, pela valiosíssima exposição!

Nós teremos a última de quinze minutos, que é do Doutor Fábio Henrique de Sousa Coelho, e depois exposições menores.

Tranquilizo o coração de todos quanto a isso e, desde logo, digo que todos têm *habeas corpus* de ofício já deferido, caso precisem se ausentar. Eu não tenho uma taxa muito elevada de deferimento de *habeas corpus*, mas, neste caso, está deferido.

Então, nós vamos ter os quinze minutos do Doutor Fábio e, depois, exposições menores.

O senhor tem a palavra, doutor.

O SENHOR FÁBIO HENRIQUE DE SOUSA COELHO (ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS - AMEC) - Excelentíssimo Senhor Ministro-Relator Flávio Dino, ao tempo em que cumprimento Vossa Excelência, agradeço a oportunidade de estar aqui hoje discutindo um tema tão relevante para o nosso mercado de capitais e especialmente para a nossa sociedade.

A contribuição que trago parte de uma perspectiva bastante específica, que é o olhar do investidor. Eu gostaria aqui, em respeito aos colegas e em deferência a todos que me antecederam, de me concentrar especialmente em comentários e opiniões e menos repisar os números que já foram exaustivamente colocados aqui nesta audiência.

Preciso dizer, Excelência, que, quando desenhei o rascunho desta fala de hoje, trazia um pouco da lembrança de ter presidido uma autarquia que compõe o sistema financeiro, a Previc. Nós nos perguntávamos ainda há pouco se os regimes próprios estaduais faziam parte da regulação da Previc - não fazem. A Previc se concentra nos fundos de pensão.

Não poderia esquecer que, durante o período que lá passei, passamos também por um momento em que os elefantes azuis circularam sobre a Terra. Um dos desafios que recebi naquele momento, cedido da minha casa de origem, de onde estou afastado há bastante tempo, mas não posso esconder o saudosismo de atuar no Banco Central por mais de uma década e também por uma década acompanhar todos os trabalhos da CVM. E faço isso como um *disclaimer* para colocar elogios, quando merecem, e críticas, quando necessárias, Senhor Ministro, a todas as instituições aqui citadas.

Quando desenhei a fala, separei três grandes capítulos e o primeiro deles, originalmente intitulado de O Descompasso entre os Desafios Regulatórios e a Estrutura da CVM, ao longo da fala de hoje recebeu uma alteração, numa imagem talvez orwelliana. Portanto, com os animais citados aqui - citamos elefantes, citamos lobos e citamos avestruzes -, faço o ajuste.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Quase a revolução dos bichos, não é?

O SENHOR FÁBIO HENRIQUE DE SOUSA COELHO (ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS - AMEC) - Exatamente, Excelência. E a pergunta que faço, então, retórica, para avançar nos próximos minutos, é de por que os elefantes azuis ainda andam sobre a Terra?

Faço essa referência, Senhor Ministro, porque, em alusão direta ao primeiro questionamento de Vossa Excelência, quando do edital de convocação do dia de hoje, questionando se a CVM cresceu menos que o mercado, e já tivemos respostas aqui bastante contundentes, com números referendando essa construção, eu acho que um ponto muito importante que foi colocado hoje aqui também foi de esse crescimento se dar em diferentes mercados. Outros que me antecederam já citaram bastante. Chamo a atenção sobre essa diversidade e as limitações que se colocam a servidores públicos federais que, em um determinado momento, quando da criação, por exemplo, da CVM há 50 anos, lidavam basicamente com a regulação de mercado acionário e, eventualmente, com debêntures como forma de captação de dívida. Hoje, já vimos aqui, têm que se deparar com uma realidade totalmente distinta.

E essa construção não se dá somente, Senhor Ministro, com a realização de um concurso público. Os colegas que trabalham no serviço público sabem que quando recebemos um novo servidor, ele precisa ser treinado, precisa ser capacitado, ele tem uma curva de aprendizado que leva alguns anos para poder extrairmos o melhor daquele servidor.

Então, estamos falando hoje de que se eventualmente repararmos as falhas que estão colocadas hoje sobre a atuação da CVM, essa nova construção não se dará do dia para a noite. Precisaremos incorporar aprendizados que já foram feitos, mas precisaremos construir coletivamente.

E por coletivamente, Senhor Ministro, retomo aqui um questionamento que foi colocado sobre a coordenação que se dá entre os organismos, entre as instituições que compõem o Sistema Financeiro. As quatro instituições: o Banco Central, a CVM, a Previc, que regula os fundos de pensão, e também a Susep, que regula, entre outros assuntos, os seguros.

O ex-Presidente Marcelo lembrou aqui da figura do Coremec. Ao tempo em que presidia a Previc, o Doutor Marcelo era o Presidente da CVM, nós fazíamos parte da figura do Comitê de Regulação e Fiscalização de Mercados Financeiros, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização - o Coremec.

Essa instituição, que tive a oportunidade de presidir por duas ocasiões, Senhor Ministro, tem severas limitações, e digo que não funciona bem. Uma das lições aprendidas da crise de 2008 nos Estados Unidos foi que, em todos os mercados, especialmente no mercado americano, o reconhecimento de que não sabemos - e quando digo não sabemos, estou dizendo de maneira geral - coordenar políticas entre instituições.

Podemos, eventualmente, imaginar questões de vaidades institucionais, podemos questionar eventuais perímetros regulatórios, podemos, eventualmente, questionar aqui eventuais dilemas legais. Mas o fato é que é muito difícil buscar uma coordenação efetiva para justificar o entendimento de por que esses animais continuam circulando.

É como se se fizesse uma investigação da jaula do zoológico, mas eventualmente se esquecessem outros fatores essenciais. E quando esses animais circulam, Senhor Ministro, eles emitem sinais. Esses sinais, sejam fortes, sejam fracos, eles são absorvidos pelos supervisores.

Quando falta uma estrutura adequada, nós passamos a ignorar a existência desses sinais. Por sinais, muitas vezes, talvez a extensa maioria, seja um sinal que efetivamente não emite fumaça, não tem cheiro e, eventualmente, não exigiria uma atuação adicional. Mas ele precisa ser investigado.

Uma das críticas que faço aqui, Senhor Ministro, é a própria organização feita a estrutura da CVM. A CVM tem uma excelência no julgamento de processos sancionadores. Mas se observarmos que precisamos agora de uma atuação preventiva - e quando o ex-Diretor Borba aqui fez referência a uma supervisão *lato sensu* - de uma instituição que tem que autorizar o funcionamento, se eu estou imaginando uma tutela estatal para o funcionamento de um mercado supervisionado, isso me traz uma responsabilidade, Senhor Ministro, de avaliar, com cuidado, a autorização de quem eu quero que opere nesse mercado.

Pensando numa supervisão *lato sensu*, eu preciso organizar o funcionamento desse mercado, eventualmente colocando regras proporcionais à estrutura de cada entidade supervisionada. Se eu opero num modelo de supervisão *lato sensu*, eu preciso, obviamente, punir para passar os recados adicionais, mas especialmente, Senhor Ministro, nós precisamos prevenir.

É uma crítica que, em minha interpretação, decorre exatamente dessa falta de estrutura. A CVM não se organizou para fazer uma prevenção adequada para capturar esses sinais fortes, fracos, emitidos pelos seus supervisionados. Essa é uma crítica importante.

Citávamos aqui há pouco as cifras. Começamos com trilhões, passamos para bilhões, descemos, eventualmente, aqui para outras categorias,

citávamos aqui os colegas do Coaf, mas eu queria descer uma camada adicional para falarmos dos milhares. Há 10 anos, em 2015, podemos voltar até um pouco antes, o número de pessoas físicas que atuavam com investimento no mercado, na Bolsa de Valores brasileira, na B3, era da casa de 500, 600 mil CPFs. Vimos aqui, e outros trouxeram esse mesmo número, que esse número avançou para cerca de 6 milhões, um pouquinho menos do que esse número, ele flutua.

Mas, se olharmos o valor médio do saldo em conta desses CPFs na Bolsa de Valores, estamos falando de R$ 1.900, um pouco acima do nosso salário-mínimo, que, em grande medida, falamos de um mercado que superou há pouco, mercado de capitais, a dimensão em números do mercado bancário, é muito fácil interpretarmos como poupanças de uma vida.

Quando temos uma autarquia com essas dificuldades por conta de restrições orçamentárias, como discutimos aqui ao longo do dia, é fácil imaginar, e hoje representando aqui a Associação de Investidores no Mercado de Capitais, que se trataria de grandes investidores, sim, é verdade, os grandes investidores estão lá participando desse mercado, mas estamos falando também de pessoas físicas, estamos falando do cidadão brasileiro.

Eu acho que esse é o maior aspecto, entendendo aqui, repisando a minha fala de tutela estatal dessa atividade, desse mercado, do funcionamento que atinge diretamente a crítica direcionada à CVM.

Passando aqui para um segundo aspecto, que chamo de a fragilidade da CVM, mas pedindo licença aqui a Vossa Excelência para fazer também uma outra alusão, transformando em uma nova pergunta retórica, o que acontece quando sabemos que um goleiro cai para um lado só? O mercado faz essa interpretação, o mercado trabalha com confiança, mas antecipa movimentos. E hoje a CVM, não é só a CVM, mas aqui, em deferência, e o faço aqui em nome do Presidente João Accioly, demonstra incapacidade de cair para os dois lados na hora do pênalti, Excelência. E o mercado, sabendo disso, tem operado.

Eu dizia, à época, que, em determinado momento da história do Brasil, ele parecia o Egito Antigo. Tínhamos pirâmides financeiras, em referência a esquemas Ponzi, também tínhamos faraós.

A pergunta, olhando aqui para uma espécie de historiografia do mercado de capitais, como faremos essas reparações, Excelência? Cito aqui recente matéria publicada pelo jornal *O Globo*, intitulada "Xerife do Mercado Desarmado: desfalcada, CVM acumula processo sem julgamento em meio a escândalos". E esta é a realidade, Excelência. Temos um xerife desarmado, e a percepção que o mercado

tem dessa falta de capacidade da CVM faz com que, palavras aqui também dos que me antecederam, o crime organizado se aproveite e se infiltre no sistema financeiro nacional.

Citávamos aqui, e bem lembrou o Diretor Yazbek, fundos de cotista único, que são construções legítimas de funcionamento, legítimas de funcionamento, mas o crime acaba se aproveitando de eventuais flancos e distorcendo eventuais produtos que foram legitimamente colocados no mercado de capitais. E cito apenas essa referência para dizer que isso se multiplica também de maneira exponencial, Excelência, e de que precisamos efetivamente permitir com que a CVM tenha estrutura para combater, para verificar e para apurar esses sinais a que me referia com relação a esses números.

Caminhando aqui para o encerramento, lembro também sobre outros itens citados por Vossa Excelência, quando da convocação aqui desta audiência, com relação à atuação preventiva, inteligência, uso de recursos e coordenação. Lembro que a estrutura, por exemplo, hoje, colocada no Banco Central, com todas as críticas e todos os elogios que merecem, demonstra uma capacidade tecnológica superior a que está colocada a CVM. Imagino eu que se ainda estivesse no serviço público, que um convênio de compartilhamento de informações dessa natureza pudesse, obviamente, ser feito para que pudéssemos aproveitar o que de melhor temos de um lado e de outro.

Mas precisamos reconhecer, e sobre o questionamento de Vossa Excelência sobre eventuais funcionamentos dos mercados, de que quem entende de mercado de capitais é a CVM. E sobre um eventual questionamento de que se precisamos de um novo modelo, como bem colocou a Doutora Isabel, em meu entendimento, não precisamos, Excelência. Temos a CVM atuando no mercado de capitais, com competência, com um conhecimento acumulado ao longo dos anos, que precisa, sim, de ferramentas para poder operar.

E temos o Banco Central especializado em cumprimento de seus dois mandatos, como lembrou aqui também o colega Rogério Lucca, de estabilidade do mercado, estabilidade da moeda, sobre o quais eu caminho aqui para a minha fala final, de que, em conclusão, não basta necessariamente só aumentar o orçamento da CVM, é condição, sim, *sine qua non*, mas precisaríamos também de outros acompanhamentos, um bom plano de atuação prudencial, uma boa capacitação dos servidores, os novos servidores, no modelo de supervisão baseada em risco, modelo que já existe em outras instituições, sobre o qual eu tive o prazer de implementar, ajudar a implementar também na Previc, mas especialmente na ampliação da coordenação desses mercados que citamos aqui, Excelência.

Eu agradeço imensamente a oportunidade de poder trazer essas contribuições.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu agradeço ao senhor as múltiplas alusões bastante úteis. Sobre esse tema do Banco Central, inclusive, que, repito, não é o assunto que será dirimido aqui e agora, tampouco creio que no Supremo nos caiba, mas creio que, como a Excelência disse, o Banco Central já tem os seus próprios elefantes multicoloridos para tomar conta.

Lembremos do Pix. Só o Pix já é problema para o Banco Central, assim, por algumas décadas. Lembremos das *bets* falsas, que estão operando e são maiores do que as *bets* reguladas. E como é possível identificar isso? Sem dúvida, com a atuação do Estado, do Banco Central, porque através, por exemplo, da identificação de um CNPJ recebendo milhares de Pix, é possível saber que tem algo errado ali, talvez. Quem sabe aquela pessoa jurídica é uma *bet* falsa, está repleto no mercado. Então, o nosso desafio, o senhor tem inteira razão, é encontrar como fazer funcionar o que existe.

Houve alusão aqui ao Professor Eros Grau, meu amigo querido, mestre de todos nós, ministro desta Casa, sobre elevador e escada. A tecnologia piorou isso, porque tudo que nós estamos falando, Pix e todos esses produtos não vão no sentido de impedir a livre-iniciativa. Pelo contrário, a livre-iniciativa é inerente à atividade humana, independentemente de sistema político, social, de constituição, faz parte da experiência humana na Terra.

Agora, evidentemente, quando ela se manifesta, alguém tem que mais ou menos balizar para evitar que isso acabe degenerando. E esses casos todos mostram que nós temos serviço muito para a CVM e para o Banco Central, por isso ambos são imprescindíveis, sem prejuízo do debate no Congresso Nacional, como foi aqui mencionado.

Agradeço muito ao senhor, Doutor Fábio, a exposição.

Vamos ter agora uma divisão entre os Doutores Ricardo e Eduardo, e depois a última manifestação também dividida.

Então, Doutor Ricardo, o senhor tem sete minutos e meio, e em seguida o Doutor Eduardo, igualmente, tem sete minutos e meio. Sem prorrogação, porque não têm as prerrogativas que a Doutora Cristiane e a Doutora Isadora usaram.

O SENHOR RICARDO TADEU MARTINS (ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL - APIMEC BRASIL) - Bom, uma boa noite já, Excelência.

Excelentíssimo Senhor Ministro do Supremo Tribunal Federal Flávio Dino, Relator dessa ADI; Doutora Camila, Doutor Jacobina, demais autoridades, senhoras e senhores, quero compartilhar um pouco da nossa experiência: estou presidente-executivo da Apimec Brasil, que é uma associação de

analistas e profissionais de investimento do mercado de capitais. Pretendo trazer, portanto, um pouco dessa relação entre Apimec e CVM, do investidor pessoa física, que é o nosso ponto final em se tratando de acolhimento, orientação e proteção.

A Apimec está prestes a completar 56 anos. Nasceu com Abamec em 1970, como uma associação de analistas e, depois, agregou os profissionais de investimento. Basicamente, veio para unir analistas, empresas e investidores, com a missão e propósito de fomentar o debate no mercado de capitais. Naquela época, esses públicos se informavam aleatoriamente, o mercado não tinha tanta exigência. Foi nesse contexto que se começou a pensar em como funcionaria.

Inicio com uma reflexão simples: o mercado de capitais, no meu ponto de vista, tem dois pilares: informação e confiança. Na confiança, em si, é onde agregamos todas as demais: como transparência, governança e por aí vai.

Informação e confiança não surgem por acaso. A informação sim, mas a confiança leva muito tempo. Logo, a confiança é construída com informação de qualidade, responsabilidade e com instituições fortes.

A Doutora Maria Isabel nos trouxe aqui a necessidade, o querer do mercado de capitais e das entidades de mercado nele presentes de um regulador, um chefe forte, firme, que realmente faça e com o qual possamos interagir e contribuir.

E a pergunta é bastante simples: como garantir que o regulador tenha condições efetivas de acompanhar essa evolução do mercado - cada vez mais rápida - do próprio mercado que supervisiona? Aqui não há dúvida: se não temos orçamento, precisamos providenciá-lo.

A questão das taxas: ela cresceu com o mercado, com os *regulators*. Portanto, se falta orçamento: CVM, por favor, vamos providenciá-lo - de forma bastante resumida. O mercado cresceu em volume, em sofisticação e em complexidade. O Doutor Marcelo trouxe as plataformas de investimento, que não existiam há algum tempo e hoje estão presentes.

A Apimec - uma associação de analistas pessoa física -, passou a conviver com a inteligência artificial desempenhando, em parte, o trabalho de um ser humano, com a supervisão de um ser humano, que, na verdade, não queria se submeter às regras de supervisão. Daí surge uma briga - no bom sentido - para trazer isso para dentro, de forma a atender à regulamentação.

Então, novos produtos e novas tecnologias sempre voltados à eficiência e à produtividade, mas que também podem, em algum momento, jogar contra. É o que temos visto, riscos que acabam sendo complexos e, evidentemente, também podem ser ilícitos. É óbvio que precisamos de um regulador forte, estruturado e preparado.

A Apimec Brasil, nesses 56 anos - é uma das entidades mais antigas do mercado, assim como a própria Abrasca e outras também -, acompanha essa transformação - acompanha e ajuda na sua construção.

Hoje, a Apimec reúne mais de 7.200 profissionais de investimento, sendo cerca de 3 mil analistas de valores mobiliários, pessoas físicas e jurídicas. Lembrando, então, que esse profissional tem que ser certificado, tem que ser credenciado e, ainda por cima, disputar um mercado em que estamos trabalhando para cada vez mais certificar esse pessoal, que são os *influencers*. Esses *influencers* que, na verdade, por alguma experiência, usam as redes sociais para falar de mercado financeiro, aporte de recursos e tudo mais, e acabam não querendo também vir para dentro da regulação. Então, isso é um trabalho que a CVM vem desenvolvendo há tempos, em conjunto com a Apimec, para que possamos fazer com que esse pessoal venha para dentro. E são muitos, muitos na internet. Isso realmente dificulta bastante.

Quando falamos desse profissional, chegamos ao trabalho dele que, na verdade, todos os anos, são milhares de relatórios de análise e recomendações que impactam diretamente a decisão de investimento. O analista é aquele que emite um relatório de recomendação para que o investidor tome a sua decisão de investir.

Assim, quando analisamos essa evolução, ou seja, de 2016 a 2026, o que tivemos foi uma curva excepcional de crescimento de materiais. Mais do que crescimento, o que esses números revelam é a dimensão da responsabilidade envolvida.

Nesse período, a Apimec Brasil recepcionou por volta de 715 mil relatórios de análise e recomendações, sendo, em média, 70 mil por ano. Então, na verdade, não são apenas documentos técnicos. Estamos falando de conteúdo que orienta decisões de aproximadamente, como já foi dito, 6 milhões de brasileiros de renda variável na Bolsa, além de um universo ainda mais amplo na renda fixa, que pode chegar a até 25 milhões de investidores no Brasil. Ou seja, essa informação, o alcance dela é massivo, é muito grande, é um universo enorme.

Já caminhando para o final, o relatório de análise não se limita ao investidor final. Ele tem um efeito multiplicador. Esse conteúdo é utilizado como base para outros profissionais do mercado, como consultores, assessores de investimento, gestores de carteiras, fundos de pensão e diversos outros profissionais. Isso significa que um único relatório pode influenciar múltiplas decisões em diferentes níveis, ampliando exponencialmente esse impacto, o que nos leva a uma conclusão muito clara: cada relatório produzido carrega não apenas uma opinião técnica, mas uma responsabilidade sistêmica sobre o funcionamento

do mercado. Ou seja, enquanto o mercado cresce, a responsabilidade sobre a informação cresce ainda mais.

Cada relatório é mais do que um documento, ele é uma decisão de capital alocado. E aqui entram também as questões de poupanças, às vezes, de uma vida, como o Fábio nos trouxe aqui. Então, Excelência, não existe mercado forte sem informação de qualidade. Não existe informação sem essa responsabilidade.

É exatamente por isso que a autorregulação, também exercida pela Apimec Brasil, sob autorização da CVM, se torna tão relevante. São 15 anos dessa autorregulação, que nos agregaram tanta informação, tantos procedimentos, e é um trabalho conjunto, em que o engessamento, às vezes, do mercado é prejudicial. Às vezes, a autorregulação pode ser prejudicial em alguns momentos, quando engessa um pouco o *modus operandi* das atividades. Então, isso contribui demais. A CVM regula, a Apimec contribui para que essa prática acompanhe a regra.

Eu queria fechar dizendo que reforçamos o fortalecimento da CVM e queria também dar voz aqui a outras entidades de mercado que não tiveram a oportunidade de estar aqui conversando com Vossa Excelência, que são o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores; o Ibracon, que é dos auditores; a

Ancord, que é das corretoras, a ABcripto, que é dos criptoativos, e do IBGC, que é da governança corporativa.

Diante desse universo de atividades que nós temos, as segmentações foram óbvias, elas foram sendo criadas. O mercado, cada vez mais, ele precisa de um regulador muito eficiente e muito atuante.

A questão de orçamento, sim, faz falta, é necessária, e um mercado que presta ao crescimento, ao fomento, ao financiamento das atividades, ele precisa de um componente desse.

Muito obrigado.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu agradeço ao senhor. Muito obrigado pela sua exposição, lastreada na experiência de 40 anos no mercado.

Encerrando essa penúltima exposição, Doutor Eduardo, em seguida vamos para a última exposição. Teremos a palavra do Ministério Público e o encerramento, pontualmente com uma hora e meia de atraso.

Depois do Doutor Eduardo, vamos ouvir por cinco minutos - creio que é isso, não é? – os Doutores Diego, Francisco e Bruno, cada um cinco minutos.

O senhor tem a palavra por sete minutos e meio.

O SENHOR EDUARDO BOCCUZZI - ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL (APIMEC BRASIL) - Boa noite a todos, principalmente ao excelentíssimo Senhor Ministro Flávio Dino, à excelentíssima Doutora Camila Murara e ao excelentíssimo Doutor Paulo Jacobina.

O que eu observo aqui é que o plenário já está esvaziado e muito do que eu planejava dizer já foi dito. À medida que as pessoas iam falando, os meus antecessores iam expondo as suas razões, eu ia riscando pedaços da minha apresentação. Então, restou-me muito pouco.

Eu quero aproveitar este momento simplesmente para fazer um resumo da minha avaliação de tudo que foi dito aqui. Eu queria, antes de mais nada, deixar muito claro que, na minha opinião, nunca houve, por parte da Lei nº 14.317, um aumento da taxa da CVM. Esse nunca foi o propósito da lei.

A Lei nº 14.317, em verdade, inseriu, no âmbito da taxa, inúmeros fatos financeiros que, devido ao anacronismo da lei de 1989, estavam fora do alcance da taxa. Nesse sentido, pode-se dizer que a Lei nº 14.317 foi uma medida de justiça tributária. Ou seja, a taxa da CVM não está descalibrada. Ela estava descalibrada antes. Agora ela está calibrada. Mas o problema central não é o incremento arrecadatório, mas sim a destinação que hoje se faz da taxa da CVM.

De tudo que foi dito aqui hoje, restou incontroverso que o orçamento destinado à CVM não permite que ela cumpra integralmente o seu mister. Ou seja, a disponibilidade de recursos da CVM está muito aquém das suas obrigações de fiscalização. Acho que isso é fato notório, incontestável, e é o que pode ser sumarizado aqui de tudo o que foi dito.

Quanto às perguntas da prova que o Senhor propôs, eu acho que, em face de tudo o que foi dito aqui pelos meus antecessores, todas elas foram respondidas de forma cabal e irão permitir a Vossa Excelência uma decisão equilibrada e a mais perfeita possível.

Obrigado.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu que agradeço ao senhor, porque lembrou o principal do nosso ofício: a cada resposta uma nova pergunta. Mas posso dizer ao senhor que as respostas foram dadas. E daí emergiram algumas dezenas de perguntas.

Então, vamos lá. Subsequentemente, a última intervenção aos Doutores Diego, Francisco e Bruno. A ordem fica a critério dos senhores. Pode ser por idade. Começando, vejo, pelo mais jovem.

O SENHOR DIEGO RAMIRO (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ASSESSORES DE INVESTIMENTOS – ABAI) - Boa noite, excelentíssimo

Ministro Flávio Dino, Procurador Jacobina, Doutora Camila. Queria iniciar aqui esses cinco minutos, primeiro, me sentindo honrado de falar na mais alta Corte do país como cidadão brasileiro e como assessor de investimentos.

Eu atuo há 16 anos como assessor de investimentos e vi a nossa profissão mudar muito nesses anos todos. Atuo agora como presidente da Abai, a associação. E para trazer números para os senhores, porque não é o do dia a dia esse nosso mercado, represento 28 mil assessores de investimentos no país e mais de 1.400 empresas de assessorias que hoje levam educação financeira a um país que pouco tem de educação financeira. Não temos nas nossas escolas ensinando sobre o que é juros, cartão de crédito, como enriquecer de forma saudável. Isso nós não temos. Isso se leva para a vida e, na vida adulta, os assessores de investimentos têm essa função chave de ensinar a educação financeira.

Nossa profissão é antiga, Ministro. Vem lá da criação da CVM, quando surgiram os agentes autônomos de investimentos. Essa Lei nº 14.317 fez a mudança do nome, um pleito nosso, para virar assessor de investimentos. Afinal, é muito mais palatável você ter um assessor de investimentos do que um agente autônomo de investimentos. Vale dizer que os assessores estão em todas as camadas e todos os estados brasileiros. Essa sopa de letrinha do mercado, CRI, CRA, Debêntures, LCI, LCA, que hoje parece senso comum, FGC, muito tem a ver aos assessores de investimentos que ensinaram a pessoa física, porque sim, essa Lei

nº 14.317, o empoderamento da CVM, cabe à pessoa mais importante, que pouco nós falamos aqui, que é o investidor pessoa física. Esse sim tem que ser defendido e quem defende são os assessores de investimentos que os ensinam e educam. E é disso que nós vamos falar um pouquinho aqui nesses meus cinco minutos.

Vemos recentemente muitos bancos, falamos aqui da concentração bancária e que, recentemente, o mercado de capitais passou o mercado bancário. Muitos vêm fechando agência. Vemos banco toda hora fechando agência, algo normal. Vou fazer uma deferência ao estado do senhor. Fiz uma pesquisa e, nos últimos anos, mais 34 agências fecharam no Estado do Maranhão. Enquanto isso, assessorias de investimentos, mais de 50 abriram no estado. Tenho o prazer de ter uma em São Luís do Maranhão, e colegas têm em Imperatriz e em Balsas. Ou seja, o assessor de investimento vai atuando em um momento em que o mercado bancário, por questão de custo, reduz, e o assessor está expandindo. Isso foi fruto dessa nova lei que reduziu a taxa do assessor de investimentos.

Tenho uma apresentação aqui. Esse é o número mais importante que eu queria trazer para os senhores. Antes da lei, nós pagávamos a soma de R$ 2.500,00 por ano na pessoa física e R$ 10.000,00 na pessoa jurídica. Ou seja, numa empresa de assessoria, pagava-se quase R$ 12.000,00 por ano de taxa de fiscalização. Nosso colega Daniel Valadão, da CVM, a quem eu agradeço, mostrou que, imagina, Senhor Ministro, uma empresa de assessoria com 25 assessores

pagava mais taxa de fiscalização do que uma empresa como Petrobras. Aí eu pergunto: o que é mais difícil de fiscalizar? Uma empresa com 25 assessores ou a Petrobras? Então, essas distorções foram corrigidas para a Lei nº 14.317, por isso nós a defendemos muito bem.

E queria trazer um dado para vocês. Quando teve a Lei nº 14.317, vimos essa distorção. E a Abai começou isso muito atrás. Em 2019 e 2020, nós documentamos à CVM, à época Ministério da Economia, a realidade difícil de explicar: assessores pagando mais do que os cinco maiores bancos. Então, era uma distorção muito grande.

A partir desse diagnóstico, contribuímos tecnicamente para a formulação da Medida Provisória nº 1.072, que virou a Lei nº 14.317. Esse resultado, percebemos que é nítido. Uma indústria que saiu de 14.000 assessores, hoje são 28.000. Então, essa distorção da lei corrigiu e vimos que, hoje, a barreira de entrada dessa profissão, Senhor Ministro, já era uma taxa de fiscalização. Você imagina que, para virar assessor, antes da lei, eu precisava de R$ 12.000 por ano, sem ter um cliente. Agora, com a nova lei, reduziu. Então, essas distorções são importantes.

Termino aqui meus minutos finais, para pedir que considere a questão central. O que está em jogo nesta ação não é apenas a validade de uma lei tributária, é a possibilidade de que esta Corte, ao acolher a tese da inicial, restaure,

por via de inconstitucionalidade, o sistema regressivo excludente que o Congresso eliminou em 2022. Declarar inconstitucional a Lei nº 14.317 é, na prática, devolver ao ordenamento a distorção que motivou a sua edição. Assessores e pessoas físicas somados pagando mais que os maiores bancos do país.

Essa minha fala foi muito mais como um assessor que se sentiu, hoje, prestigiado e amparado com a nova lei. Vou passar a palavra agora ao advogado que vai trazer mais argumentos.

Agradeço, Senhor Ministro.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Muito bem, eu que agradeço ao senhor. Obviamente, seja bem-vindo ao nosso estado.

Doutor Bruno e, finalmente, o Doutor Francisco. De fato, vejo que seguiram a ordem de idade. Acertei. Mais dez minutos e nós encerramos. Doutor Jacobina disse que vai uma hora e meia, e aí nós finalizamos.

Doutor Bruno, o senhor tem cinco minutos.

O SENHOR BRUNO TABERA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ASSESSORES DE INVESTIMENTOS – ABAI) - Boa noite a todos! Cumprimento todos os presentes na pessoa do Ministro-Relator Flávio Dino, do Doutor Paulo Jacobina e da Doutora também. Muito obrigado! Fico muito feliz de estar aqui falando hoje em nome da Abai e especialmente grato pelo convite de

Vossa Excelência. Eu acho que esse debate, hoje, aqui, é fundamental para o que procuramos fazer para o país como um todo. Várias pessoas antes de mim já destacaram a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento do país. Acho que, realmente, foi fundamental.

Como estamos no final, tenho a missão um pouco ingrata de tentar não repetir os argumentos de todos anteriores a mim, mas farei o possível para ter o máximo de objetividade para trazer o posicionamento institucional da Abai, na parte técnica, Excelência.

Do ponto de vista jurídico, a constitucionalidade da taxa nos parece óbvia. O parâmetro consolidado de equivalência razoável entre a atividade estatal e o valor exigido não é apenas uma correspondência matemática pura. Temos diversos precedentes dessa Corte nesse sentido.

A base do cálculo adotada e o patrimônio líquido do contribuinte também já foram reconhecidos como adequados, bem como diversos precedentes dessa Turma, justamente por guardar relação com a atividade de supervisão exercida. É importante trazer um parêntese para diferenciar, inclusive, uma das jurisprudências utilizadas pela inicial. Na ADI nº 7.404, por exemplo, essa Corte declarou inconstitucional uma taxa cuja base de cálculo era completamente desvinculada da atividade, que, nesse caso, foi a quantidade extraída de minério.

Neste caso, realmente estamos falando de outra situação. Isso é muito claro para nós, em nosso entendimento. A base adotada guarda relação com a atividade regulatória e já foi expressamente reconhecida por essa Corte como válida. A evolução, obviamente, dessa arrecadação, dessa vez, decorre do crescimento regulado do mercado - diversas pessoas antes de mim já trouxeram essa informação. Fica muito claro para nós que o crescimento de base não é aumento de taxa.

A posição da própria PGR nos autos sustentou pelo não conhecimento da ação e pela improcedência do pedido principal, e é a essa tese que a Abai se filia. Mas o ponto central transcendeu um pouco esse debate e veio diretamente da validade da taxa, muito por conta de Vossa Excelência, por isso, de novo, nosso agradecimento. Para nós, é um prazer estar na mais alta Corte do país debatendo esse tema.

O que está em discussão, na verdade, é a coerência do modelo de arrecadação e a sua execução. Aqui, Senhor Ministro, a Abai sustenta nos memoriais que já estão nos autos o claro desvio, obviamente, de finalidade, com 70% da arrecadação indo para o Caixa Único do Tesouro. O entendimento da Abai é que, realmente, essa desproporção é a parte inconstitucional. No entendimento da Abai, seria uma parte que deve ser declarada inconstitucional. Uma taxa que vai majoritariamente para finalidade diversa para a qual foi criada deixa de ser uma

taxa. O entendimento da Abai é que, sim, o fato de 70% dessa taxa não estar indo para a destinação correta torna ela inconstitucional. Fiquei muito feliz de haver praticamente um consenso entre todos que me antecederam. Acho que tem muito a ver com a razoabilidade desse posicionamento.

Eu espero, e esse é o pedido da Abai, que Vossa Excelência acompanhe, de certa maneira, esse entendimento nos próximos passos. Então, Excelência, se há um descompasso a ser enfrentado por essa Corte, não está na existência da taxa. Ele está ali no sistema que transforma a arrecadação e a capacidade de transformarmos isso em capacidade regulatória efetiva.

Esse ponto dialoga diretamente com as questões trazidas por Vossa Excelência: capacidade de supervisão, uso da tecnologia, as respostas efetivas trazidas pela CVM. A posição da Abai é muito forte no sentido de que a invalidação da taxa não resolve esse problema. Pelo contrário, o entendimento é de que ela pode comprometer todo um sistema, a partir de todo o financiamento de uma atividade regulatória, sem enfrentar a causa do problema, que é, realmente, a destinação desses valores.

Por isso, a contribuição da Abai - vou tentar terminar nos últimos dez segundos - é no sentido de preservar o modelo com o aperfeiçoamento

da sua coerência interna, especialmente na relação entre a arrecadação, destinação de recursos e a capacidade institucional da CVM.

Muito obrigado, Excelência!

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Agradeço ao senhor.

Antes da derradeira fala, sublinho que o mérito quanto a este debate é integralmente do partido autor, que o trouxe. Acho que foi o Doutor Rodolfo que despachou comigo no Salão Branco, e já apontava a duplicidade ou a dupla face desse debate.

Na verdade, a audiência pública é inspirada na proposta formulada pelo autor ou de expunção da taxa ou de adequação à vista da comutatividade, referibilidade, razoabilidade, proporcionalidade, tudo quanto aqui dito. De fato, a nossa preocupação deriva dessa proposta do partido autor, hoje muito engrandecida pela colaboração de todos.

Por derradeiro, o Doutor Francisco, em seguida, Doutor Jacobina, e vamos encerrar.

Doutor Francisco, o senhor tem cinco minutos.

O SENHOR FRANCISCO AMARANTE (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ASSESSORES DE INVESTIMENTOS - ABAI) - Muito obrigado!

Vou procurar falar em um tempo inferior aos cinco minutos para que o nosso Procurador possa encerrar em uma hora e meia, mais ou menos, conforme a previsão do Excelentíssimo Ministro.

Boa noite a todos, Excelentíssimo Ministro Flávio Dino, Doutora Camila, Doutor Paulo Jacobina, autoridades, representantes de associações.

Diferentemente do nosso Presidente, eu não sou um assessor de investimentos, muito embora um profissional do mercado financeiro há mais de 40 anos. Aqui estou representando a associação como o principal executivo dela que esteve diretamente envolvido em todo o trâmite da Medida Provisória nº 1.072, que terminou na Lei nº 14.317. Tenho que corroborar o que já foi dito aqui, que, de fato, o intuito era a redução da taxa das pessoas naturais e não a majoração da taxa, como dito na petição inicial, não tirando o mérito da principal discussão, que é o desvio de finalidade. Gostaria de, introdutoriamente, dar essa opinião.

Sobre as questões formuladas por Vossa Excelência no roteiro dos pontos controvertidos, a Abai gostaria de enfrentar de forma direta as letras "c", "f" e "n", capacidade institucional, zona cinzenta com o Banco Central e impactos de uma eventual redução de alíquotas.

Os dados mostram que o mercado de capitais brasileiro cresceu de forma significativa nos últimos anos, tanto em números de participantes, quanto

em volume e complexidade de operações. Eu vou me abster de repetir o que já foi dito aqui ao longo do dia, os números são conhecidos de todos. No entanto, a capacidade operacional da autarquia não acompanhou esse crescimento na mesma proporção. Há um descompasso relevante entre o tamanho do mercado e a estrutura disponível para sua supervisão.

No nosso pequeno mundo de pessoas naturais, assessores de investimento, quando a Abai foi fundada, em 2015 - somos aqui a caçulinha das associações -, éramos 4.500 assessores registrados na CVM, autorizados, credenciados, certificados a atuar. Hoje, em 2026, esse número quase ultrapassa 28 mil profissionais. Talvez tenha sido das atividades que ao longo da pandemia mais cresceu. Eu costumo brincar: quem mais gerou empregos e oportunidades de trabalho para o brasileiro ao longo da pandemia foi o Uber e foi a assessoria de investimentos.

A arrecadação da taxa de fiscalização cresceu de forma expressiva nesse mesmo período, acompanhando o crescimento do mercado regulado. Não por aumento de alíquotas, mas porque há mais participantes contribuindo. Apesar disso, uma parcela relevante desses recursos não se traduz diretamente em estrutura, tecnologia e pessoal para a CVM, o que muito nos preocupa porque acaba criando um vácuo para que profissionais não regulados

passem a atuar no mercado e problemas como os que temos visto ultimamente se multipliquem.

Isso impacta diretamente em pontos levantados por Vossa Excelência: a eficiência da supervisão, o tempo de resposta, o uso de tecnologia e a capacidade de lidar com estruturas mais sofisticadas e eventuais práticas irregulares. Esse cenário também afeta a coordenação em áreas que hoje exigem atuação conjunta com o Banco Central, especialmente em segmentos como crédito privado, ativos digitais, plataformas eletrônicas, apenas para citar algumas delas, que vêm crescendo rapidamente e demandam por supervisão mais integrada.

Portanto, a questão central não está na existência da taxa, mas na forma como os recursos se traduzem em capacidade regulatória. A solução não está na invalidação da lei, está no aperfeiçoamento do modelo, garantindo maior coerência entre arrecadação, destinação de recursos e capacidade institucional da CVM.

Senhor Ministro, Vossa Excelência indagou, no roteiro complementar, quais seriam os impactos reais de cenários de redução das alíquotas.

A Abai responde com franqueza. Para os 28 mil assessores de investimento - muitos devem estar nos assistindo - que representamos, redução de

alíquota significaria, em cascata, redução de capacidade institucional da CVM, comprometimentos da supervisão do mercado em que atuamos profissionalmente. Em última análise, risco à credibilidade da própria atividade que exercemos, como disse o Presidente Diego, levando educação financeira aos quatro cantos do país. Hoje, nós representamos todas as regiões do país e estamos presentes em mais de 170 municípios.

Por isso, ainda que pareça contraintuitivo, somos contribuintes que pedem a essa Corte que mantenham a taxa que pagamos, R$530. Não queremos nem mais, nem menos, R$ 530 está dentro do pleito que fizemos desde 2019 às diversas instâncias até que a lei fosse promulgada no dia 29 de março de 2022.

Ao encerrar, a Abai reafirma os três pedidos formulados nos memoriais já juntados aos autos. Primeiro, a improcedência do pedido de inconstitucionalidade com fundamento na Súmula 665 dessa Corte e no parecer da Procuradoria-Geral da República.

Segundo, o reconhecimento da inconstitucionalidade da destinação majoritária da arrecadação ao Caixa Único do Tesouro, em violação da natureza vinculada do tributo. Essa é a questão constitucional que efetivamente merece ser enfrentada por essa Corte.

E terceiro, a determinação de plano de ação para a adequação progressiva do orçamento operacional da CVM ao tamanho e à complexidade do mercado que ela é chamada regular.

Subsidiariamente, caso essa Corte reconheça qualquer inconstitucionalidade da lei em si, que a modulação produza efeitos exclusivamente prospectivos, sem retroação. Isso é fundamental não apenas para evitar o passivo de restituição, estimado em mais de R$700 milhões, mas também para preservar a própria denominação profissional de assessor de investimentos, instituída pela lei impugnada e sobre a qual hoje se assenta todo o marco regulatório da categoria, as Resoluções CVM nºs 178 e 179, de 2023. Esse é o ponto que a Abai busca trazer a essa Corte.

Muito obrigado pela atenção!

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO - Eu agradeço ao senhor, inclusive, pelo momento histórico que me propiciou de um contribuinte dizer: eu quero pagar essa lei.

O SENHOR FRANCISCO AMARANTE (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ASSESSORES DE INVESTIMENTOS - ABAI) - Eu quero pagar essa taxa.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Eu nunca tinha visto isso em 37 anos de atuação profissional. A Doutora Isadora, que defende a União, deve estar emocionada. Pela primeira vez isso aconteceu.

O SENHOR FRANCISCO AMARANTE (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ASSESSORES DE INVESTIMENTOS - ABAI) - Essa é a franqueza que a Abai trouxe a essa Corte.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Agradeço ao senhor.

Doutor Paulo Jacobina em nome da Procuradoria-Geral da República.

O SENHOR PAULO VASCONCELOS JACOBINA (SUBPROCURADOR-GERAL DA REPÚBLICA) - Boa noite, Senhor Ministro, Doutora Camila, e todos que participaram aqui.

Como todo mundo sabe, a Doutora Isadora lembrou bem, a AGU, como o Ministério Público Federal, como a PGR, também foi no sentido do não conhecimento da ação por ausência de impugnação especificada e pela redação dos preceitos atacados não conduzir à conclusão do caráter eminentemente arrecadatório do tributo. Esse foi o parecer.

Doutor Leonardo, Doutor Fábio, eu ouvi com muita atenção a preocupação dos senhores. À PGR parece, ou soa, que o pedido da inicial, de fato, merece essa atenção especial, porque, às vezes, acontece que se pede, se coloca o Supremo diante de uma situação, de uma encruzilhada como essa e depois, de alguma forma, dá margem que as pessoas saiam dizendo por ali: "O Supremo é ativista". E não é nada disso. Na verdade, nós estamos discutindo aqui nos estreitos limites dos pedidos que foram feitos na inicial, nos debates que foram feitos e nas provas que foram trazidas para os autos. Não há nenhuma criatividade, nenhum transbordamento aqui dos limites do processo. Nós estamos discutindo o que está no processo e ponto.

Então, nessa discussão, o Doutor Marcelo Barbosa fez uma fala de que eu gostei muito, em que ele trata do tamanho do desafio, porque, no parecer da Procuradoria, já apontamos que é ônus da parte que propõe a ADI especificar quais são os dispositivos normativos da Constituição e quais são os dispositivos normativos da lei que são inconstitucionais e o porquê. E parece-me que, a essa altura do debate, não fica sequer claro que esse aumento de arrecadação decorreu do texto dessa lei. Parece-me que não se prova, não há como provar que o texto dessa lei levou a um aumento injusto de arrecadação, porque há diversos outros fatores que foram ressaltados aqui, que provocaram esse aumento de arrecadação e que são completamente independentes dessa mudança.

O que o Doutor Marcelo lembrou muito bem é que nós estamos diante do tamanho do desafio. Essa foi a fala que ele fez, e eu achei muito interessante, porque todos os precedentes, que inclusive a Procuradoria- Geral da República, o meu querido Professor Paulo Gonet, tenho muita honra de ser discípulo dele, o que ele cita, todos os precedentes, o do Amapá é a ADI 6.211, também o de São Paulo, foi o Ministro Toffoli, que é o RE 554.951, o do Pará também, é um precedente do Pará.

Todas as vezes que o Supremo declarou que uma taxa era inconstitucional por ter caráter arrecadatório indireto, ele o fez porque havia uma desproporção entre a natureza do ato, do próprio ato fiscalizatório, do próprio poder de polícia com o texto da lei que se imputava por inconstitucional. Claramente havia um transbordar da finalidade na própria lei, ou seja, aquele poder de polícia não tinha o tamanho que a base de cálculo da taxa ou a própria descrição da taxa fazia prever naquela lei. Há uma desconexão objetiva entre a previsão da taxa e o poder de polícia a ser exercido.

Neste caso, isso não acontece. Aqui, o que há é uma desconexão entre a política pública de não valorização da CVM, que deixou de ver os elefantes azuis ou vermelhos, não sei qual é a cor que está na moda agora, Ministro. E essa política que levou a CVM, objetivamente, por questões orçamentárias, por questões funcionais, não ter a condição de exercer, na prática, aquele poder de polícia que a

taxa prevê e que o próprio montante do valor arrecadado mostra que é necessário que seja exercido.

Então, na verdade, há um descompasso, não entre o que a lei criou e o que está sendo arrecadado, mas o reconhecimento da lei de que há um poder de polícia extraordinariamente importante a ser exercido. Houve a geração dessa renda, dessa arrecadação, que é perfeitamente proporcional à natureza desse poder de polícia a ser exercido, mas houve também uma série de políticas públicas que levou a um desmantelamento do órgão, e ele não exerce esse poder de polícia, não porque ele não precise, não porque ele não deva, não porque esse poder de polícia não seja necessário, como foi em todos os outros casos em que o Supremo declarou essa inconstitucionalidade.

Neste caso, ele não exerce esse poder de polícia na prática, porque houve uma série de decisões equivocadas que o levaram a não ter condição prática de exercer o poder de polícia, que ele deveria estar exercendo e que o tamanho da arrecadação mostra que é absolutamente necessário que seja exercido.

Isso, me parece, nos faz cair no reconhecimento, não é nem um processo estrutural, não é isso, não se trata de processo estrutural, porque a estrutura está dada, a estrutura está perfeitamente dada pela lei, pela história e pela própria arrecadação, não estamos discutindo processo estrutural, nós estamos

discutindo aqui um reconhecimento de um estado de coisas inconstitucional, de acordo com o pedido que está na letra *d* da petição inicial de Vossa Excelência, na última página, que diz assim, pedido: "pugna-se ainda reconhecimento da vinculação da receita das taxas destinadas à CVM na devida medida necessária, bem como impossibilidade de sua utilização para outros fins", é o pedido da inicial.

Esse pedido procede, esse aqui é o consenso que se teve durante todo este dia. O Partido Novo não está pedindo aqui que o Supremo seja ativista, nem que exerça, nem que invada nenhuma atribuição do Legislativo ou do Executivo, de quem quer que seja. O que o Partido Novo está pedindo aqui - que não tem nenhuma suspeição de ser um incentivador de medidas, digamos assim, não cabíveis do Supremo, muito pelo contrário -, é exatamente o reconhecimento de um estado de coisas inconstitucional.

E há um precedente do Supremo, o Supremo já trabalha muito bem com esse conhecimento, com esse conceito de reconhecimento de estado de coisas inconstitucional, na ADPF 347, foi aquela ação de 2015 do PSOL, em que o Supremo reconheceu o estado de coisas inconstitucional no caso do sistema carcerário, e daí saiu o projeto *Pena Justa* com o CNJ e com todo aquele caminhar.

Isso também não se trata de nenhum tipo de inovação ou criatividade do Supremo. Esse é um instrumento que existiu em primeiro lugar na

Colômbia e foi reconhecido pelo Plenário aqui, em uma situação completamente diferente dessa, mas que o próprio partido, na sua petição inicial, aponta nesse sentido.

Portanto, me parece até que, diante de toda essa discussão, que a Procuradoria precisaria completar e completa agora, neste ato, o seu parecer, para dizer que essa ADI é parcialmente procedente com relação a esse item *d*. Aqui há um caso de procedência parcial em que se espera o reconhecimento do estado de coisas inconstitucional, como pede o Partido Novo, e me parece que há um consenso de todo mundo que está se manifestando sobre isso.

Então, precisaríamos de quê? Por que a CVM não consegue exercer o poder de polícia do tamanho que ela deveria e que a lei diz que ela deveria? Porque há um estado de coisas inconstitucional que não permite que esse poder de polícia esteja sendo...

E o resultado é óbvio. O resultado é óbvio. Está causando repercussões e terremotos que se estendem aí, como lembrou o Ministro, não só pelos Poderes públicos, pelos três Poderes, como principalmente no setor privado também.

É uma atividade que é essencial para o país, da qual o país deve se orgulhar de fato. Precisaríamos, então, que o Executivo preparasse essa lei

orçamentária dos anos seguintes de uma forma tal que a CVM tomasse o tamanho que ela deve tomar. Portanto, seria o reconhecimento de que o estado de coisas que confronta o art. 76 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias é inconstitucional, porque 70% desse dinheiro não está sendo investido onde está.

E não está por quê? Porque o Poder Executivo não fez essa lei orçamentária com essa situação, com essa previsão que possibilite o uso desse dinheiro arrecadado, porque isso tornaria o órgão suficientemente equipado para exercer as funções que ele deixou de exercer com grave prejuízo à situação pública, à situação estatal e à situação privada também. Então, precisaríamos aí, por parte do Poder Executivo, essa atuação para que possamos solucionar, nos próximos orçamentos, essa situação inconstitucional.

Mas também existem uma série de medidas que podem de imediato ser tomadas, o que o Ministério do Público já requer, que são essas de se verificar se há disponibilidade de mão de obra no CNU e no CNU2, de forma a atender imediatamente esse pleito, ao menos no que se refere aos servidores que não são da atividade-fim. Entendo que essa medida pode ser tomada com muita tranquilidade e rapidez.

Os cinco eixos trazidos ao debate apontam muito bem as medidas que podem ser tomadas ainda agora, independentemente de novas

alterações orçamentárias, para corrigir esse estado de coisas inconstitucional apontado pelo Partido Novo no pedido da letra *d*. Assim, para a CVM, para o Poder Executivo e o Poder Legislativo, há um conjunto de medidas possíveis para que essa situação seja corrigida imediatamente.

Acredito que esse foi o consenso alcançado, que isso está perfeitamente dentro do pedido formulado pelo Partido Novo, que é justo e necessário, não apenas para a população, mas também para o próprio poder público.

E digo: se o crime organizado se torna cada vez mais estruturado, o poder público - que deve combatê-lo e fiscalizá-lo - não está sendo organizado. Somos desorganizados; deveríamos ser mais estruturados.

Estou no Ministério Público há 35 anos. Comecei como promotor substituto no interior. Trabalhei com o Ministro Dino no TRF1. Sabemos que o nosso trabalho no Ministério Púbico é como enxugar gelo. A criatividade das práticas ilícitas é enorme, e por isso precisamos desse reforço, desse fortalecimento, para que possamos reconstruir o país em bases melhores.

Dessa forma, o parecer do Ministério Público, neste caso, é pelo reconhecimento da procedência do pedido constante da letra *d*, com a adoção de medidas que possibilitem o cumprimento do art. 76 da Constituição.

Sabemos que reestruturar um órgão para absorver adequadamente esses recursos não é tarefa fácil. Demanda um trabalho braçal, político. Realmente, é estruturante - no melhor sentido da palavra, sem nenhum ranço ativista - pelo simples fato de existir uma estrutura que precisa ser erguida para possibilitar essa reconstrução. E essa atuação para que esse maldito zoológico não prevaleça mais, no sentido de que possamos ter um Brasil mais justo e mais produtivo.

É isso que o Ministério Público pugna.

Muito obrigado.

O SENHOR MINISTRO FLÁVIO DINO (RELATOR) - Muito obrigado ao Senhor.

À guisa de encerramento, esclareço sobre os próximos passos.

Em primeiro lugar, ouvimos com toda a atenção, tanto eu quanto a Juíza Camila, a quem agradeço a brilhante organização desta audiência. Ela ficará à disposição das partes e de todos os interessados.

Os argumentos foram postos por todos os que quiseram falar, no melhor espírito de abertura que o Supremo deve ter ao diálogo plural.

Amanhã, provavelmente, será proferida alguma decisão conducente ao exame do mérito pelo Plenário. Talvez essa técnica em duas etapas

seja utilizada, à vista até do que foi destacado pelo Doutor Paulo nesse instante. Ou seja, há pelo menos um dos pedidos constantes da inicial — o da letra *d* — que pode ensejar o exame imediato. Iremos fazê-lo nesta noite.

Amanhã, talvez tenhamos uma decisão em relação a parte do pedido, no melhor espírito da colegialidade. Claro, como regra no Supremo, qualquer decisão do Relator será submetida ao Colegiado.

Na sequência, teremos as manifestações complementares, diante da riqueza dos debates realizados. Creio que o Partido Novo vá apresentar novos argumentos, assim como a União e a Procuradoria-Geral da República.

Após a decisão de amanhã e as manifestações complementares, a matéria será submetida ao Plenário do Supremo, considerando o fato que as presenças do Presidente Fachin e do nosso Decano, Ministro Gilmar, mostram e sublinham grande interesse do Tribunal em dirimir esse tema, que é vital para, em primeiro lugar, o sucesso do Estado social brasileiro.

Não existe Estado social sem responsabilidade fiscal, e, por isso, somos muito sensíveis quando se cuida de atentar para o art. 113 do ADCT e para o art. 169 do Texto permanente. Ou seja, devemos ter cuidados redobrados quanto à consistência jurídica de decisões atinentes a eventuais despesas ou renúncia de receitas.

Então, neste caso, como lembra o Doutor Paulo Jacobina, temos uma imposição tributária e temos o debate relevantíssimo sobre o destino. E vejam: eu não sou daqueles que minimizam as metas de superávit fiscal ou de redução de déficit fiscal. Às vezes, colegas magistrados e magistradas dizem assim: "este dinheiro está indo apenas para fazer superávit", como se isso fosse despiciendo. Não o é, porque isso impacta uma série de outros indicadores relevantes para a sociedade.

A questão aqui é de outra natureza. É de dogmática jurídica, ou seja, de aplicação da construção constitucional sobre taxa a esta lei. E mais: numa abordagem que alguns chamam de análise econômica do direito, outros chamam de consequencialismo — o nome que se queira dar —, o fato é que devemos mensurar se, neste caso, está havendo, de fato, economia para o erário ou se, ao contrário, os gastos socioeconômicos são muito maiores, e o são, conforme abordagem feita aqui por todos, do que a "economia" de 600 a 700 milhões de reais por ano.

Isso porque sabemos que o mau funcionamento estrutural — não doloso, é claro, mas o mau funcionamento — de um órgão regulador, de uma autarquia regulatória como a CVM, gera oportunidades, como aqui mencionado, para o crime organizado — um dos expositores falou aqui que, quando o goleiro cai para um lado só, surgem oportunidades, portanto, para aqueles que querem

fazer gol e que são do time das facções —, gera oportunidades para corrupção estrutural na Administração Pública e nos mercados, porque propicia fonte segura de obtenção e de lavagem de dinheiro. Esse é o quadro que temos. De modo predominante? Claro que não.

Obviamente, como foi dito aqui, o mercado de capitais do nosso país funciona em termos justos, adequados e saudáveis para a República. O crescimento mostra uma curva de confiança expressiva, e estamos vendo isso em outros indicadores. Portanto, não se cuida de imaginar que, de modo global, o mercado de capitais, ou tal e qual produto que foi aqui aludido, inclusive por mim mesmo, esteja maculado de modo insanável, como se devesse ser extinto.

É o contrário. O que queremos é que a atuação do Estado — e não só da CVM, mas, nestes autos, da CVM — possa propiciar o banimento dessas práticas deletérias e o enfrentamento das causas reais da corrupção e das facções. Porque, sem esse saneamento, não teremos um ciclo saudável e sustentável de investimentos, e, com isso, os bons pagarão o preço que deveria recair apenas sobre os maus, que são poucos, muito poucos, mas produzem danos imensos à economia, à poupança popular e ao Brasil.

Por isso, mais uma vez, louvo a iniciativa do partido autor da ação, o Partido Novo, e saúdo seus três advogados que aqui estão. Agradeço a

resistência de terem permanecido nesta audiência. Doutor Rodolfo, Doutor Fábio e Doutor Leonardo, espero que os honorários advocatícios sejam proporcionais às horas trabalhadas. Doutora Isadora, já sei que assim não o é, mas também agradeço a ela, sempre presente aqui, com seu brilho e sua competência, representando a sociedade, representando a União; e, muito especialmente, agradeço aos expositores. Alguns tiveram que se retirar, mas agradeço muito a todas as senhoras e senhores pela colaboração voluntária, gratuita, mas fundamental, inclusive para que nós possamos ter decisões de mais qualidade, do ponto de vista egoístico do Supremo, para que nós possamos quebrar certas mitologias acerca do funcionamento do Supremo. Há um *gap* hoje entre aquilo que se diz e aquilo que efetivamente acontece nas nossas audiências e sessões.

Então, as presenças de Vossas Excelências, de Vossas Senhorias, ajudam também a essa proximidade que o Supremo almeja.

Muito obrigado, Doutora Camila; muito obrigado, Doutor Jacobina.

Está encerrada a sessão.

****