

BANCO MASTER

O MAIOR ESQUEMA DE CORRUPÇÃO DO MUNDO?

*Bilhões, poder e a anatomia financeira, contábil e
jurídica
de um caso que abalou o Brasil*

JVA

NOTA EDITORIAL

O título é uma pergunta investigativa, não uma sentença. O livro diferencia documento, conclusão regulatória, hipótese policial, defesa e decisão judicial.

Esta obra é um livro-reportagem de caráter informativo. O caso permanece em investigação e fatos posteriores à data de fechamento podem alterar situações processuais, valores e interpretações. Menções a pessoas investigadas não equivalem a afirmação de culpa. Valores de garantias, exposições, bloqueios, contratos e prejuízos estimados não são tratados como equivalentes a dinheiro desviado.

Fontes públicas são identificadas ao longo do texto por códigos como [S01], com referência completa ao final. A redação evita reproduções extensas e privilegia síntese e análise original.

SUMÁRIO

PARTE I — ASCENSÃO: DO BANCO MÁXIMA AO IMPÉRIO MASTER

Capítulo 1 — A origem do Master: Banco Máxima, Daniel Vorcaro e a construção de um império financeiro

Capítulo 2 — A máquina de captação: CDBs, FGC, juros altos, liquidez e precatórios

Capítulo 3 — Dentro do balanço: ativos difíceis de precificar, CCBs, cessões e provisões

Capítulo 4 — Lucro, caixa e governança: onde o crescimento começa a desafiar a realidade

PARTE II — BRB, CARTEIRAS BILIONÁRIAS E A QUEDA

Capítulo 5 — BRB entra em cena: due diligence, R\$ 17 bilhões e as carteiras sob suspeita

Capítulo 6 — O Banco Central fecha a porta: rejeição, liquidação e a queda de Daniel Vorcaro

Capítulo 7 — Compliance Zero: a hipótese criminal, mensagens, prisões e bloqueios bilionários

Capítulo 8 — A batalha da prova: colaboração, CVM, cadeia de custódia e guerra de narrativas

PARTE III — BRASÍLIA: DINHEIRO, ACESSO E PODER

Capítulo 9 — O dinheiro chega a Brasília: influência, política e os primeiros grandes nomes

Capítulo 10 — Contratos, ministros e o Supremo: quando o caso alcança o topo das instituições

Capítulo 11 — A economia da influência: pagamentos, redes de relacionamento e captura regulatória

Capítulo 12 — Do Congresso ao Código Penal: gestão fraudulenta, corrupção e lavagem de dinheiro

PARTE IV — DIREITO, CONTABILIDADE E A PROVA DO ESCÂNDALO

Capítulo 13 — A arquitetura jurídica do caso: organização criminosa, Lei Anticorrupção e liquidação

Capítulo 14 — Quem responde pelo quê: administradores, banco público, contraditório e rastreamento do dinheiro

Capítulo 15 — Contabilidade forense: como auditores procuram ativos inexistentes, preços artificiais e serviços de fachada

Capítulo 16 — Como medir um rombo: valor do dinheiro, recuperação, materialidade e metodologia de comparação

PARTE V — O TAMANHO DO CASO E O QUE ELE REVELA

Capítulo 17 — Os gigantes mundiais: 1MDB, Odebrecht, Siemens, Petrobras e Madoff

Capítulo 18 — O Master diante do mundo: como comparar escândalos sem fabricar um ranking

Capítulo 19 — Como impedir o próximo Master: FGC, bancos públicos, conselhos, compliance e transparência

Capítulo 20 — O que sabemos em 18 de setembro de 2026 — e o que ainda pode mudar tudo

DOSSIÊ TÉCNICO I — LINHA DO TEMPO DO BANCO E DO CASO

DOSSIÊ TÉCNICO II — O MAPA DOS BILHÕES

DOSSIÊ TÉCNICO III — PERSONAGENS E INSTITUIÇÕES

DOSSIÊ TÉCNICO IV — CINCO EXEMPLOS CONTÁBEIS PARA ENTENDER O CASO

DOSSIÊ TÉCNICO V — PERGUNTAS QUE UM AUDITOR FARIA

DOSSIÊ TÉCNICO VI — GLOSSÁRIO FINANCEIRO E JURÍDICO

**DOSSIÊ TÉCNICO VII — COMO LER AS ACUSAÇÕES
DESTE LIVRO**

**DOSSIÊ TÉCNICO VIII — CHECKLIST PARA NÃO SER
ENGANADO POR UM “ROMBO”**

**DOSSIÊ TÉCNICO IX — UM MODELO PARA COMPARAR
ESCÂNDALOS**

**DOSSIÊ TÉCNICO X — O QUE UMA SEGUNDA EDIÇÃO
PRECISARÁ ATUALIZAR**

CADERNO DE FECHAMENTO — 18 DE SETEMBRO DE 2026

CADERNOS ESPECIAIS DE INVESTIGAÇÃO

NOTA FINAL DO AUTOR

Nota de atualização

Esta obra foi fechada editorialmente em **18 de setembro de 2026**. O Caso Banco Master permanece em evolução. Investigações criminais, procedimentos administrativos, processos judiciais, recursos, perícias e apurações parlamentares podem produzir fatos novos ou alterar a situação jurídica de pessoas e empresas mencionadas.

O título deste livro é deliberadamente provocativo e está formulado como pergunta. Ele não representa uma conclusão judicial nem uma classificação objetiva de escala mundial. Ao longo da obra, a pergunta é submetida a critérios verificáveis: valor de ativos e operações, prejuízos estimados, garantias pagas, valores efetivamente desviados quando documentados, extensão institucional, presença de agentes públicos, alcance internacional e estágio probatório.

Nota jurídica e metodológica

Este é um livro-reportagem de análise financeira, contábil, regulatória e jurídica. A linguagem narrativa busca impacto, mas as imputações são tratadas de acordo com seu estágio. Quando um órgão de

investigação afirma algo, o texto diz que o órgão afirma. Quando há condenação administrativa, ela é identificada como administrativa. Quando existe apenas indício, o livro usa a palavra indício. Quando uma defesa nega uma acusação, sua posição é registrada. Prisão cautelar não é condenação; relatório policial não é sentença; relatório parlamentar rejeitado não é conclusão institucional do Senado; relação profissional, encontro, viagem ou contrato não provam, por si sós, corrupção.

Para facilitar a leitura, cinco expressões aparecem repetidamente:

Fato documentado — evento comprovado por documento público, ato regulatório, registro societário, decisão judicial ou dado oficial.

Conclusão administrativa — entendimento adotado por órgão regulador em processo próprio, sujeito aos recursos previstos em lei.

Hipótese ou conclusão investigativa — afirmação da Polícia Federal, Ministério Público ou outro órgão de investigação que ainda depende de contraditório e julgamento.

Versão da defesa — resposta pública apresentada pelo investigado, advogado, empresa ou autoridade citada.

Questão em aberto — ponto para o qual as fontes disponíveis até a data de fechamento não permitem conclusão segura.

PARTE I — ASCENSÃO: DO BANCO MÁXIMA AO IMPÉRIO MASTER

Capítulo 1 — A origem do Master: Banco Máxima, Daniel Vorcaro e a construção de um império financeiro

O dia em que os números deixaram de ser abstratos

Um banco pode parecer uma construção de mármore, vidro, aplicativos e planilhas. No fundo, porém, ele é uma promessa. Quem deposita dinheiro aceita receber um número na tela em troca de acreditar que aquele número continuará valendo amanhã. Quem compra um CDB troca liquidez presente por uma promessa de pagamento futuro. Quem regula um banco tenta responder a uma pergunta simples apenas na aparência: se milhares ou milhões de pessoas pedirem o dinheiro de volta, haverá ativos bons, caixa e capital suficientes para cumprir a promessa?

O Caso Banco Master tornou essa pergunta concreta em escala extraordinária. Em 18 de novembro de 2025, o Banco Central decretou a liquidação extrajudicial do Banco Master S.A., do Banco Master de Investimento, do Letsbank e da Master Corretora, além de aplicar regime especial ao Banco Master Múltiplo. A autoridade monetária afirmou que a

medida decorria de grave crise de liquidez, comprometimento significativo da situação econômico-financeira e graves violações das normas que regem as instituições do Sistema Financeiro Nacional. ^{[S01][S03]}

Na mesma data, a primeira fase da Operação Compliance Zero trouxe o componente criminal ao centro da cena. Daniel Vorcaro e outros investigados foram presos, enquanto executivos do BRB foram afastados. A investigação já vinha apurando havia meses a suposta fabricação de carteiras de crédito sem lastro financeiro e a venda desses ativos ao Banco de Brasília. ^{[S16][S52]}

A partir dali, o caso deixou de ser uma história sobre um banco de crescimento agressivo e passou a ser uma história sobre confiança sistêmica. A dimensão do problema apareceria em números cada vez maiores. O Fundo Garantidor de Créditos consolidou cerca de 800 mil credores apenas nas liquidações iniciais de Master, Master de Investimentos e Letsbank e estimou R\$ 40,6 bilhões em garantias. Com a inclusão posterior de Will Financeira e Banco Pleno, o total estimado de garantias alcançou R\$ 51,7 bilhões. O impacto

combinado de liquidações e operações de assistência chegou a aproximadamente R\$ 57,4 bilhões sobre as reservas do fundo. ^{[S04][S05]}

Esses números são espetaculares. Também são perigosos quando usados sem precisão. R\$ 57,4 bilhões não significam R\$ 57,4 bilhões roubados. Garantia paga pelo FGC não equivale a propina, desvio ou prejuízo líquido definitivo. Uma liquidação obriga o fundo a honrar certos passivos cobertos; depois, existem direitos de recuperação contra a massa liquidanda e outros responsáveis. O valor econômico final de perda depende de recuperação de ativos, decisões judiciais e outros eventos futuros.

O mesmo cuidado vale para a relação Master-BRB. Em setembro de 2026, relatório policial divulgado pela imprensa apontou que o BRB adquiriu cerca de R\$ 17 bilhões em carteiras do Master e que aproximadamente R\$ 12,2 bilhões correspondiam, segundo a investigação, a títulos falsos ou sem valor econômico. O Banco Central, em manifestação oficial, disse ter identificado inconsistências nas cessões e que suas investigações demonstraram a insubsistência dos ativos, levando inclusive à comunicação de ilícitos

criminais ao Ministério Público Federal com documentação técnica. ^{[S02][S33]}

Há, portanto, duas tentações opostas. A primeira é minimizar o caso porque ainda existem investigações em curso. A segunda é somar todos os números publicados e chamá-los de dinheiro roubado. As duas produzem uma leitura errada.

Este livro segue uma terceira via: reconstruir a máquina financeira antes de discutir sua eventual máquina criminal. Para entender o Master, é preciso entender como um banco cresce, por que um CDB acima da média atrai bilhões, como o FGC altera a percepção de risco, como um ativo ilíquido pode sustentar um lucro contábil sem produzir caixa imediato, como uma cessão de crédito muda dois balanços ao mesmo tempo e por que um banco público se tornou peça decisiva no episódio.

Também é necessário enfrentar o componente institucional. O caso alcançou dirigentes bancários, servidores de órgãos reguladores, parlamentares, escritórios de advocacia, magistrados e empresários. Algumas relações são documentadas e lícitas em sua

forma. Outras são objeto de investigação. Outras já produziram decisões administrativas sancionadoras. Colocar tudo na mesma categoria seria jornalisticamente fácil e intelectualmente desonesto.

A pergunta da capa — “o maior esquema de corrupção do mundo?” — só pode ser enfrentada depois de distinguir três grandezas: **escala financeira, valor de fraude ou desvio comprovado e valor de corrupção pública comprovada**. O Caso Master é enorme pela primeira grandeza. A segunda está sendo delimitada. A terceira ainda depende de uma quantidade significativa de apuração e julgamento.

Essa distinção não diminui a história. Pelo contrário. Ela permite enxergar por que o caso é tão explosivo: o que está em jogo não é apenas o dinheiro que pode ter sido perdido. É a fronteira entre risco financeiro, engenharia contábil, fiscalização, influência, política e crime.

Antes do Master havia o Máxima

O Banco Master não nasceu em 2025 e tampouco apareceu do nada na Faria Lima. Sua linhagem institucional remonta à Máxima Corretora de Títulos e

Valores Mobiliários, criada em 1974. Em 1990, a operação recebeu aprovação para atuar como Banco Máxima. Nas décadas seguintes, o grupo passou por atividades de bolsa, crédito e produtos imobiliários, além de desenvolver operações de varejo. Essa cronologia aparece nos próprios materiais institucionais do banco. ^[S12]

A história anterior a Daniel Vorcaro é importante porque evita uma simplificação comum: imaginar que uma autorização bancária foi criada do zero para um novo empresário. O que ocorreu foi a aquisição e transformação de uma instituição existente. Esse detalhe jurídico faz diferença. Bancos são entidades cuja autorização para funcionar tem enorme valor econômico. Comprar o controle de uma instituição autorizada pode ser muito mais rápido e estratégico do que construir uma operação bancária desde o início.

O Banco Máxima chegou à segunda metade da década de 2010 em situação delicada. Sua exposição ao crédito imobiliário havia se tornado um problema, e a instituição precisava de capital e reposicionamento. A partir de 2018, novos acionistas assumiram o controle e iniciaram uma reestruturação. O material

institucional do próprio grupo registra a compra pelos novos acionistas em 2018, a reestruturação operacional em 2019 e sucessivos aumentos de capital nos anos seguintes. ^[S12]

Essa virada tem duas leituras possíveis, e ambas precisam estar presentes. A primeira é empresarial: um ativo bancário problemático foi recapitalizado, diversificado e colocado em uma trajetória de crescimento. Isso, isoladamente, é uma história clássica de turnaround. A segunda é retrospectiva: olhando a partir da liquidação de 2025 e das investigações posteriores, a velocidade e a qualidade desse crescimento passam a ser reexaminadas com um grau de suspeita que não existia no começo.

Uma investigação séria não deve reescrever o passado fingindo que todos os sinais eram óbvios desde 2018. Se fossem, haveria menos interesse em compreender como o banco conseguiu captar, adquirir empresas, publicar balanços auditados, obter avaliações de risco, negociar com bancos relevantes e avançar até uma proposta de aquisição por uma instituição estatal. A anatomia do caso está justamente nessa convivência

entre sinais formais de normalidade e riscos que cresceram por baixo da superfície.

Nos documentos de trajetória divulgados pelo Master, 2020 aparece como ano de melhora de resultados, crescimento da carteira de pessoas físicas e consignado e aumento de capital. Em 2021, aparecem negócios envolvendo Banco Vipal e Kovr Seguradora; em 2022, novo aumento de capital; em 2023, o grupo registra capital adicional e resultados; em 2024, registra o Will Bank em seu ecossistema. ^[S12]

Não se deve ler um relatório institucional como se fosse auditoria independente. Empresas escrevem sua própria história para investidores, clientes e reguladores. Ainda assim, esse material é útil porque mostra qual narrativa o Master apresentava ao mercado: um banco resgatado, diversificado, capitalizado, com produtos de crédito e ambição de se transformar em ecossistema financeiro.

O ponto decisivo é que bancos crescem dos dois lados do balanço. Para fazer um ativo de R\$ 3 bilhões virar R\$ 30 bilhões, é necessário financiar essa expansão. Capital próprio ajuda, mas raramente é suficiente.

Depósitos, CDBs, letras financeiras e outras obrigações formam a matéria-prima. Em um banco, crescimento do ativo costuma significar crescimento simultâneo do passivo. E o custo desse passivo determina quão rentável precisa ser o ativo do outro lado.

Se uma instituição paga mais caro para captar recursos do que seus concorrentes, ela precisa encontrar ativos que rendam ainda mais — ou aceitar margens menores. Ativos de retorno elevado, por sua vez, quase sempre carregam mais risco, menor liquidez, estruturas jurídicas complexas ou horizonte maior de realização. Essa relação básica ajuda a explicar por que a história do Máxima transformado em Master não é apenas uma biografia empresarial. É uma história de balanço.

A partir desse ponto, a pergunta deixa de ser “como um banco pequeno cresceu tanto?” e passa a ser “qual combinação de capital, captação, avaliação de ativos e liquidez tornou esse crescimento possível?”. O restante do livro gira, em grande medida, ao redor dessa questão.

Daniel Vorcaro e a construção de um novo centro de poder financeiro

Daniel Bueno Vorcaro tornou-se o rosto do Banco Master porque a transformação do antigo Máxima coincidiu com sua ascensão como controlador e articulador do novo modelo de negócios. O material público registra sua presença na aquisição e recapitalização da instituição a partir de 2018. Ao longo dos anos seguintes, a expansão do grupo ultrapassou a atividade bancária tradicional e alcançou seguros, varejo, participações societárias, investimentos e outros setores. ^{[S12][S40]}

Em retrospecto, é tentador tratar toda expansão empresarial como evidência antecipada de irregularidade. Essa leitura não é aceitável. Diversificação patrimonial, aquisição de empresas, participação em clubes ou investimentos de alto valor são fatos econômicos; apenas se tornam juridicamente relevantes para um processo criminal quando existe prova de relação com recursos ilícitos, fraude, ocultação patrimonial ou outra conduta tipificada.

O que torna Vorcaro central para a compreensão do caso não é apenas sua riqueza. É sua função simultânea em várias camadas: acionista, executivo, negociador, personagem de relações institucionais e, segundo as investigações, interlocutor direto de pessoas que poderiam influenciar decisões relevantes para o banco.

A Reuters descreveu, em março de 2026, uma ascensão de alguém relativamente pouco conhecido pelo grande público para um círculo de relações que incluía autoridades políticas, agentes regulatórios, integrantes do Judiciário e empresários. A reportagem também relatou gastos elevados com eventos e viagens e descreveu mensagens encontradas em aparelhos apreendidos. Tais elementos ajudam a explicar o interesse público, mas não dispensam a separação entre sociabilidade de elite e corrupção. ^[540]

No capitalismo brasileiro, é perfeitamente normal que grandes empresários conheçam autoridades, contratem ex-ministros, advogados conhecidos, consultores e especialistas regulatórios. A linha jurídica é cruzada quando pagamento, benefício ou relação pessoal se liga a uma contrapartida ilícita: decisão vendida,

informação sigilosa, omissão deliberada, tráfico de influência, corrupção ativa ou passiva. Provar essa ponte é muito mais difícil do que provar que duas pessoas se encontraram.

A investigação do Master passou a procurar precisamente essas pontes. Em março de 2026, o STF autorizou nova prisão preventiva de Vorcaro após pedido da Polícia Federal, com fundamento, entre outros aspectos, em risco de interferência nas investigações. A decisão não foi condenação criminal. Vorcaro havia sido preso na primeira fase, em novembro de 2025, e posteriormente solto mediante cautelares; em março, voltou a ser detido. ^{[S17][S53][S54]}

No plano administrativo, porém, existe um marco diferente. Em setembro de 2026, a Comissão de Valores Mobiliários condenou Daniel Vorcaro, Banco Master e outros participantes, no âmbito de processo sancionador relacionado ao Brazil Realty FII, por operação fraudulenta no mercado de capitais. Vorcaro recebeu multa de R\$ 20 milhões e o Banco Master, de R\$ 12,5 milhões. O processo admite os recursos cabíveis e não equivale a condenação penal, mas

representa uma conclusão administrativa formal sobre condutas específicas. [S29][S30][S50]

Esse ponto é essencial porque impede dois erros simétricos. É falso dizer que tudo contra Vorcaro era apenas especulação: existe pelo menos uma condenação administrativa relevante e uma série de decisões judiciais cautelares baseadas em elementos investigativos. Também seria falso dizer que todas as acusações criminais estão provadas definitivamente: não estão.

A figura de Vorcaro também ajuda a compreender uma característica dos grandes casos financeiros: eles raramente se resumem a um único produto. O centro de gravidade é uma rede. Pessoas, empresas, fundos, bancos, escritórios, ativos e contratos se conectam. Algumas conexões são operacionais; outras são financeiras; outras são familiares; outras são políticas; outras, segundo investigadores, podem ter sido mecanismos de transferência de valor.

Quando um caso atinge esse estágio, a biografia do controlador deixa de ser curiosidade e se torna ferramenta de investigação. Quem são seus sócios?

Quais empresas controlou? Que serviços contratou? Quem recebeu recursos? Quem viajou em suas aeronaves? Quem tinha acesso a informações internas? Quem negociou com reguladores? Quem assinou contratos? Essas perguntas são legítimas. As respostas, entretanto, precisam obedecer ao mesmo padrão probatório que se exige de qualquer investigação séria.

De banco a ecossistema

A palavra “ecossistema” tornou-se comum no setor financeiro. Ela sugere que o banco deixou de ser apenas um lugar para guardar dinheiro ou tomar empréstimos e passou a organizar várias atividades em torno de uma mesma estrutura: crédito, investimentos, seguros, meios de pagamento, plataformas digitais, participações societárias e serviços corporativos.

O Master adotou essa linguagem à medida que expandia seu perímetro. A trajetória institucional divulgada pelo próprio grupo registra incorporações, novos negócios e aumentos de capital. O resultado econômico foi uma mudança brutal de escala. Relatórios baseados em dados do Banco Central apontam patrimônio líquido do Banco Master S.A. na

casa de R\$ 152 milhões no fim de 2018, cerca de R\$ 648 milhões no fim de 2021, aproximadamente R\$ 1,6 bilhão no fim de 2022, R\$ 2,4 bilhões no fim de 2023 e mais de R\$ 4 bilhões em 2024. ^[S13]

Patrimônio líquido não é dinheiro em caixa. Essa distinção será repetida muitas vezes porque ela é central. O patrimônio representa, em termos simplificados, a diferença contábil entre ativos e passivos, ajustada pelas regras aplicáveis. Uma instituição pode apresentar patrimônio positivo e, ainda assim, sofrer crise de liquidez se seus ativos não puderem ser transformados em dinheiro com velocidade suficiente para pagar obrigações vencendo.

Esse é o drama clássico do descasamento bancário. Um banco capta hoje, promete devolver em determinado prazo e investe em ativos que podem demorar anos para produzir caixa. Se todos os depositantes permanecerem confiantes, a instituição pode renovar passivos e esperar os ativos maturarem. Se a confiança cai, o prazo desaparece. O que parecia patrimônio se torna corrida contra o relógio.

O modelo do Master ganhou atenção porque parte importante do crescimento foi financiada por instrumentos oferecidos a investidores de varejo com taxas superiores às praticadas pelos grandes bancos. A Reuters descreveu a expansão como baseada em dívida de alto rendimento distribuída por plataformas de investimento. ^{[S14][S15]}

Essa estratégia não é ilegal. Bancos menores normalmente pagam mais para captar porque têm menor escala, menor reconhecimento de marca e risco percebido superior. A questão econômica está no uso dos recursos. Um banco que paga 120%, 130% ou 140% do CDI precisa adquirir ativos que ofereçam retorno suficiente para pagar o investidor, cobrir custos, absorver perdas, remunerar capital e ainda gerar resultado.

Quanto mais alto o custo de funding, menor a margem para erro de avaliação. Um precatório que demora mais do que o esperado, um crédito consignado que não existe, uma participação societária superavaliada ou um fundo cujo valor depende de premissas otimistas podem alterar dramaticamente a verdadeira capacidade de pagamento da instituição.

As demonstrações financeiras de 2024 ajudam a visualizar a transformação. Elas registravam lucro líquido expressivo e patrimônio bilionário. Também mostravam expansão de instrumentos de captação. Em notas específicas, o banco apresentava crescimento relevante das letras financeiras e faixas de remuneração elevadas. ^[511]

O problema de um conglomerado em expansão é que a contabilidade pode dar uma fotografia aparentemente consistente mesmo quando a liquidez depende de hipóteses muito frágeis. Isso não significa que a contabilidade seja falsa por definição. Significa que o leitor precisa ir além da última linha do balanço.

Para analisar um banco como o Master, três perguntas são mais importantes do que “teve lucro?”: qual a qualidade dos ativos, qual o prazo dos passivos e qual o valor realizável dos ativos em condições adversas? Um ativo contabilizado por R\$ 1 bilhão pode valer R\$ 1 bilhão em um cenário e muito menos em outro. A diferença entre valor contábil e valor recuperável é uma das zonas de risco mais importantes de qualquer instituição financeira.

O ecossistema, portanto, não era apenas uma coleção de empresas. Era uma rede de balanços, participações e fluxos de caixa. Quanto mais complexo o grupo, maior a necessidade de governança, controles internos, partes relacionadas transparentes, auditoria robusta e supervisão capaz de olhar o conglomerado como um todo.

O crescimento que comprimiu o tempo



Figura 1 — Evolução aproximada do patrimônio líquido em datas selecionadas.

Fonte: dados históricos compilados no IF.data/BancoData. [S13]

O crescimento é normalmente celebrado em finanças. Ativos maiores, mais clientes, mais receitas e capital reforçado parecem sinais de sucesso. Em bancos, entretanto, velocidade também é risco. Crescer vinte

vezes exige que sistemas de controle, compliance, tesouraria, crédito, modelagem e gestão de liquidez cresçam na mesma proporção. Se a instituição multiplica o balanço mais rápido do que multiplica sua capacidade de verificar o que existe dentro dele, a escala transforma pequenos erros em problemas sistêmicos.

Dados citados em documentos e análises baseadas no IF.data mostram um salto de ativos do conglomerado associado ao Master de poucos bilhões no fim da década de 2010 para dezenas de bilhões em 2024. Um relatório proposto pelo relator da CPI do Crime Organizado — que depois foi rejeitado pela comissão por seis votos a quatro e, portanto, não se tornou relatório final da CPI — registrou a passagem de R\$ 3,7 bilhões em ativos em 2019 para R\$ 82 bilhões em 2024. A informação é relevante, mas a natureza política e o resultado da votação do documento precisam acompanhar qualquer citação. ^{[S37][S38]}

O próprio crescimento dos depósitos e títulos emitidos era peça fundamental. Recursos captados precisam ser aplicados. Se entram R\$ 10 bilhões em passivos remunerados e o banco mantém o dinheiro parado em

caixa, o custo de juros destrói o resultado. Por isso, a expansão da captação cria pressão para expandir o ativo.

Essa dinâmica pode ser saudável quando o banco tem capacidade de originar crédito bom. Pode ser perigosa quando os ativos são escassos, complexos ou difíceis de precificar. Em ambientes competitivos, a busca por retorno frequentemente empurra instituições para nichos que os grandes bancos evitam: créditos judiciais, carteiras originadas por terceiros, empresas em situação especial, títulos estruturados, fundos fechados e direitos creditórios de longa duração.

O risco não está no nome do ativo. Está na diligência. Um direito creditório pode ser excelente ou inexistente. Um precatório pode ter valor econômico robusto ou depender de décadas de disputa. Uma participação em empresa fechada pode multiplicar de valor ou ser impossível de vender. Uma carteira consignada pode produzir fluxo estável ou estar apoiada em documentação inconsistente.

A crise do Master transformou esses conceitos em fatos concretos quando o Banco Central informou que

a supervisão identificou inconsistências nas carteiras cedidas ao BRB e que a investigação técnica demonstrou a insubsistência dos ativos. ^[502]

“Insusistência” é uma palavra burocrática com efeito explosivo. Em essência, indica que o ativo que sustentava um valor contábil ou uma transação não tinha a substância econômica esperada. Em um banco, retirar substância de um ativo não reduz apenas um número do lado esquerdo do balanço. Reduz patrimônio, capacidade de pagamento, índices prudenciais e confiança.

Esse mecanismo explica por que fraudes bancárias podem parecer abstratas até o momento em que alguém recalcula o ativo. Se um banco compra R\$ 1 bilhão em créditos supostamente bons e depois descobre que o valor recuperável é R\$ 200 milhões, os R\$ 800 milhões restantes precisam aparecer em algum lugar: perda, provisão, redução patrimonial, necessidade de capital ou disputa judicial.

Quando o comprador é um banco controlado pelo poder público, a discussão deixa de ser apenas entre acionistas privados. O risco alcança governança

estatal, contribuintes, servidores, órgãos de controle e o orçamento indireto necessário para restaurar a instituição.

O crescimento do Master comprimiu o tempo de todos esses processos. Mais captação exigia mais ativos. Mais ativos exigiam mais avaliação. Mais aquisições aumentavam a complexidade. Mais complexidade exigia mais supervisão. Quando qualquer elo se torna mais lento que o restante, a distância entre a aparência do balanço e sua realidade econômica pode crescer rapidamente.

Capítulo 2 — A máquina de captação: CDBs, FGC, juros altos, liquidez e precatórios

A máquina dos CDBs

Para o investidor comum, o CDB parece simples. A pessoa empresta dinheiro ao banco por determinado prazo e recebe juros. O Certificado de Depósito Bancário é, juridicamente, uma obrigação da instituição emissora. No balanço do banco, portanto, o investimento que aparece como “aplicação” no celular do cliente é um passivo: dinheiro que o banco deve devolver.

Essa inversão de perspectiva é o primeiro passo para compreender o Master. Quando milhares de investidores compram CDBs, o banco recebe caixa agora e assume uma obrigação futura. Se o título paga 100% do CDI, o custo acompanha a taxa de juros de referência do mercado. Se paga 130% ou 140%, o custo é proporcionalmente maior.

Bancos pequenos frequentemente usam taxas elevadas para competir. A estratégia é racional: se o investidor pode receber remuneração maior e ainda contar com a proteção do FGC dentro dos limites regulamentares, a

diferença de percepção de risco entre um banco pequeno e um grande diminui. É possível captar muito dinheiro rapidamente sem construir uma rede gigantesca de agências.

As plataformas digitais de investimentos aceleraram essa dinâmica. Um banco não precisa convencer o investidor em uma agência própria. Basta oferecer um produto atraente em um supermercado financeiro. A interface apresenta prazo, rentabilidade, emissor e indicação de cobertura do FGC. Para muitos clientes, o raciocínio termina ali: “se está coberto, posso buscar a maior taxa”.

Do ponto de vista individual, a decisão pode fazer sentido. Do ponto de vista sistêmico, ela cria um incentivo que merece atenção. A garantia reduz a disciplina de mercado exercida pelo depositante. Se o investidor não precisa avaliar profundamente o risco do banco porque espera receber do FGC em caso de quebra, instituições dispostas a pagar mais podem captar volumes enormes.

O risco moral — moral hazard, na literatura econômica — surge quando uma proteção contra

perdas altera o comportamento de quem assume o risco. Isso não significa que o FGC seja um problema. Sistemas de garantia de depósitos existem justamente para proteger pequenos poupadores e evitar corridas bancárias. A questão é calibrar incentivos para que a proteção não se transforme em combustível para crescimento insustentável.

O caso Master colocou esse dilema sob holofotes. O FGC informou que, em maio de 2025, estruturou uma operação de suporte financeiro ao conglomerado para possibilitar pagamentos de instrumentos elegíveis à garantia enquanto a potencial transação com o BRB era analisada. O fundo afirma que a operação impôs limite de remuneração de 100% do CDI para novas emissões cobertas, encerrando o crescimento acelerado do passivo protegido pelo FGC. Ao fim de 2025, o saldo das emissões relacionadas ao suporte era de R\$ 5,7 bilhões. ^[S05]

Esse dado é quase uma confissão sistêmica de como o mecanismo funcionava economicamente: a capacidade de emitir passivos cobertos e remunerá-los acima da média era suficientemente relevante para que uma

medida de assistência incluísse restrição explícita à taxa de novas emissões.

É importante não transformar essa observação em acusação penal. Oferecer CDB de alta remuneração é legal. A questão criminal aparece se os recursos captados forem utilizados em operações fraudulentas, se informações falsas forem prestadas, se ativos inexistentes forem registrados ou se administradores praticarem atos tipificados na Lei dos Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional.

O investidor, por sua vez, precisa distinguir duas perguntas: “o produto tem garantia?” e “o emissor é saudável?”. A garantia pode proteger o principal dentro dos limites, mas uma liquidação produz atrasos, burocracia, perda de rendimentos futuros, exposição acima do teto e custo sistêmico para o fundo. Além disso, o FGC não é um seguro estatal ilimitado; é uma entidade privada mantida pelo sistema financeiro, ainda que integrada à arquitetura de estabilidade do país.

No caso Master, a máquina dos CDBs foi uma das vias que transformaram um banco relativamente pequeno

em uma instituição capaz de movimentar dezenas de bilhões. O restante da história depende do que aconteceu com o dinheiro depois de entrar no caixa.

O FGC: paraquedas, estabilizador e incentivo

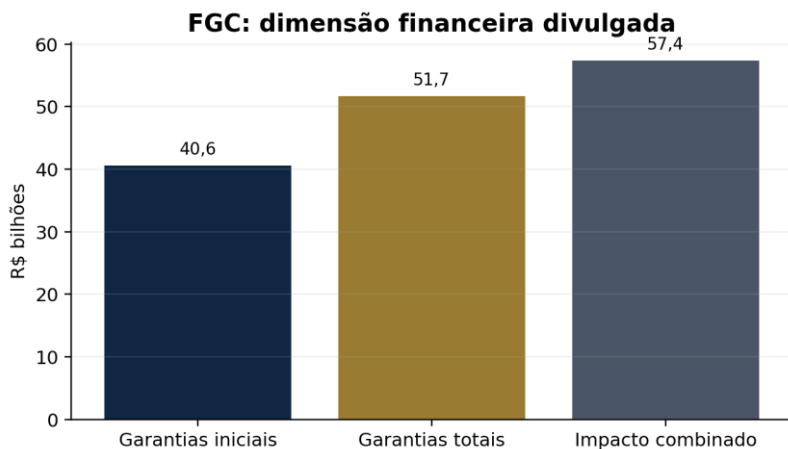


Figura 2 — Valores do FGC em bilhões de reais. As categorias não representam dinheiro roubado. Fonte: FGC. [S04][S05]

O Fundo Garantidor de Créditos existe para impedir que a falência de uma instituição transforme a poupança de milhares de pessoas em pânico coletivo. O mecanismo é simples na superfície e sofisticado nas consequências. Determinados depósitos e títulos emitidos por instituições associadas contam com cobertura até os limites definidos pelo regulamento. Entre os produtos tradicionalmente cobertos estão

CDBs e RDBs. Para uma mesma pessoa física ou jurídica, a garantia ordinária é limitada a R\$ 250 mil por instituição ou conglomerado, observadas as regras de teto global de R\$ 1 milhão em um período de quatro anos. [506]

Essa proteção tem uma função social e macroprudencial. Uma pessoa comum não tem condições de auditar um banco antes de aplicar R\$ 30 mil, R\$ 80 mil ou R\$ 200 mil. Exigir que cada poupador leia demonstrações financeiras, calcule risco de liquidez e avalie a recuperabilidade de carteiras de crédito seria transformar todo investidor de varejo em supervisor bancário. A garantia reduz esse custo de informação e, sobretudo, diminui a probabilidade de uma corrida bancária.

Mas toda proteção muda incentivos. Se dois bancos oferecem CDBs cobertos e um deles paga muito mais, o investidor pode escolher o maior retorno sem atribuir ao risco do emissor o mesmo peso que atribuiria em uma dívida sem garantia. A consequência é conhecida pela teoria econômica: parte da disciplina de mercado é deslocada do depositante para o regulador, para o fundo garantidor e para as regras prudenciais.

O caso Master levou essa tensão ao limite. Quando o FGC estimou R\$ 40,6 bilhões em garantias para as primeiras instituições liquidadas e, depois, R\$ 51,7 bilhões incluindo Will Financeira e Banco Pleno, o problema deixou de ser uma nota de rodapé de regulação. Tornou-se um dos maiores eventos da história do próprio fundo. Até abril de 2026, segundo o FGC, cerca de R\$ 49 bilhões já haviam sido pagos a quase 870 mil credores. ^{[S04][S05]}

A dimensão desses pagamentos não autoriza concluir que o mesmo valor foi desviado. O FGC paga porque o banco liquidado não pode honrar imediatamente passivos cobertos; o fundo passa a ter direitos contra a massa liquidanda e busca recuperar recursos. O valor final da perda depende do que existir no ativo, do que puder ser vendido e do que for recuperado judicialmente.

É justamente aí que o caso ganha sua dimensão contábil. Em um balanço bancário, o dinheiro captado dos investidores não desaparece: ele deve ter uma contrapartida em caixa, títulos, operações de crédito, participações, direitos contra terceiros ou outros ativos. Se o passivo é real e o ativo se revela

superavaliado, ilíquido ou inexistente, o buraco patrimonial aparece. O FGC não cria esse buraco; ele impede que o buraco recaia instantaneamente sobre cada pequeno credor protegido.

Em maio de 2025, meses antes da liquidação, o próprio fundo participou de uma operação de assistência ao conglomerado. A estrutura previa emissão de letras financeiras ao FGC para viabilizar o pagamento de obrigações elegíveis enquanto a operação com o BRB era analisada. Um detalhe é especialmente revelador: novas captações cobertas ficaram limitadas a remuneração máxima de 100% do CDI. ^[505]

A restrição mostra que o preço do funding havia se tornado parte da gestão de risco sistêmico. A instituição podia captar, mas a assistência não serviria para sustentar indefinidamente uma corrida por recursos pagos a taxas agressivas.

O Master, assim, transformou o FGC em personagem de primeira ordem. Para o investidor que recebeu, o fundo funcionou como prometido. Para o sistema, porém, ficou uma pergunta incômoda: até que ponto

uma garantia destinada a proteger o pequeno poupador pode ser usada, ainda que dentro das regras vigentes, como elemento central de um modelo de crescimento acelerado?

A resposta regulatória futura provavelmente passará por preços de contribuição mais sensíveis a risco, limites de concentração, transparência sobre funding coberto e mecanismos que impeçam uma instituição em deterioração de expandir passivos garantidos mais rápido do que sua capacidade econômica de absorver perdas.

O FGC foi o paraquedas. O que o caso exige investigar é por que o avião chegou tão perto do solo antes de a queda se tornar inevitável.

Rentabilidade alta nunca é gratuita

Um dos princípios mais simples de finanças é também um dos mais ignorados: retorno é remuneração por risco, iliquidez, prazo, complexidade ou alguma combinação desses fatores. Quando um banco paga muito para captar, ele precisa obter retorno ainda maior na ponta ativa. Essa diferença entre o custo dos

recursos e o rendimento dos ativos é parte do spread que sustenta a instituição.

Imagine um banco que capta R\$ 10 bilhões a uma taxa próxima de 140% do CDI. Ele não pode simplesmente aplicar tudo em títulos públicos que rendem algo próximo do CDI e esperar lucro. A conta não fecha. Precisa encontrar ativos com rendimento maior, estruturar operações, cobrar tarifas, obter ganhos de capital ou combinar essas fontes.

Em um ambiente de juros elevados, esse problema se amplia. O custo nominal do passivo cresce. Ativos de longo prazo perdem valor presente quando a taxa de desconto aumenta. Créditos judiciais demoram a virar caixa. Participações em empresas fechadas podem depender de rodada de capital ou venda futura. A instituição passa a administrar não apenas risco de crédito, mas risco de descasamento temporal.

As demonstrações financeiras do Master mostravam captação por instrumentos de prazo longo e remunerações elevadas em determinadas letras financeiras. Notas publicadas para 2024 indicavam

crescimento relevante dessas obrigações, inclusive instrumentos subordinados. ^[511]

Instrumentos subordinados podem contribuir para a estrutura de capital regulatório dependendo de suas características, porque aceitam absorver perdas antes de credores seniores. Mas também têm custo. Quanto maior o cupom exigido pelo investidor, maior a necessidade de geração de resultado econômico futuro.

É por isso que um livro sobre o Master não pode limitar-se à pergunta “houve fraude?”. Antes dela existe outra: qual era a economia do modelo se todos os ativos fossem legítimos? Quanto rendimento precisavam produzir para sustentar o custo de funding, despesas operacionais, capital, impostos, provisões e lucro divulgado?

Essa análise deve ser feita fluxo por fluxo. Um precatório adquirido com grande deságio pode gerar retorno extraordinário quando pago, mas o calendário é incerto. Uma carteira consignada pode ter inadimplência baixa, desde que os contratos existam, os descontos sejam autorizados e a cadeia documental seja íntegra. Uma participação societária pode

valorizar, mas essa valorização não equivale a caixa até que haja venda ou distribuição.

A diferença entre lucro e caixa é o ponto em que muitas histórias financeiras deixam de ser intuitivas. Uma empresa pode apresentar lucro e ter dificuldade de liquidez. Pode reconhecer ganho de valorização de um ativo e, ao mesmo tempo, precisar captar para pagar obrigações. Pode ter patrimônio líquido positivo e ainda assim enfrentar corrida de depositantes.

No sistema bancário, esse descompasso é administrável enquanto existe confiança. O banco renova captações, vende ativos, recebe parcelas de créditos e mantém linhas de liquidez. Quando a confiança diminui, passivos que pareciam estáveis podem se tornar exigíveis mais rapidamente, enquanto ativos longos permanecem longos.

O caso Master combina esses elementos em escala rara: crescimento forte, funding caro, ativos complexos e, posteriormente, questionamentos regulatórios sobre a própria existência ou substância de parte relevante das carteiras negociadas com o BRB. [S02][S33]

É essa combinação, e não apenas uma taxa alta de CDB, que torna o modelo digno de estudo. Rentabilidade acima da média não é evidência de crime. Mas, em uma instituição altamente dependente de captação, ela é um sinal para perguntar de onde virá o retorno necessário para pagar a conta.

Liquidez não é solvência; solvência não é liquidez

A queda de instituições financeiras frequentemente é descrita com uma única palavra: “quebrou”. Tecnicamente, porém, existem problemas diferentes escondidos dentro desse verbo.

Liquidez é capacidade de pagar obrigações quando vencem. Solvência é a existência de ativos economicamente suficientes para cobrir passivos. Um banco pode ser solvente e ilíquido: possui ativos valiosos, mas não consegue convertê-los em caixa a tempo. Pode também estar líquido temporariamente e ser insolvente: ainda tem dinheiro em caixa, mas suas perdas econômicas já superaram o patrimônio.

Essa distinção ajuda a entender por que a crise do Master se prolongou antes da liquidação. Ativos como precatórios, participações privadas e carteiras

estruturadas não necessariamente têm mercado líquido. Mesmo que possuam valor, vendê-los rapidamente pode exigir desconto brutal. Se o banco precisa pagar CDBs hoje e seu ativo só produz caixa em anos, precisa rolar passivos, levantar novas linhas ou vender ativos.

Uma corrida bancária acelera o problema. Investidores deixam de renovar. Plataformas reduzem distribuição. Contrapartes exigem garantias maiores. Notícias negativas encarecem o funding. O banco passa a consumir caixa para honrar vencimentos. Cada venda forçada pode cristalizar perdas que antes eram apenas potenciais.

Em 2025, o FGC estruturou assistência enquanto a transação com o BRB ainda estava em avaliação. Isso indica que o problema de liquidez já era relevante antes da liquidação. ^[S05]

A tentativa de venda de controle para o BRB funcionava, portanto, como muito mais que uma operação societária. A entrada de um banco público com capital, liquidez e reputação poderia alterar a percepção do mercado e permitir reorganizar o

balanço. Quando o Banco Central rejeitou a operação em setembro de 2025, uma saída estratégica importante desapareceu. ^{[S09][S51]}

A partir daí, a pergunta sobre liquidez ficou inseparável da pergunta sobre qualidade do ativo. Se o banco possuísse ativos robustos e apenas enfrentasse um descasamento de prazo, uma solução de mercado poderia ser construída. Se parte material dos ativos estivesse superavaliada ou fosse insubsistente, a solução exigiria capital novo suficiente para absorver perdas.

O Banco Central acabou descrevendo a situação, em novembro, como grave crise de liquidez e comprometimento significativo da situação econômico-financeira, além de graves violações de normas. ^[S01]

A redação é importante porque não reduz o episódio a falta de caixa. O regulador viu deterioração mais ampla.

Para investidores, a lição é direta: patrimônio líquido, lucro e rating são indicadores; nenhum substitui análise de liquidez e qualidade de ativos. Para

administradores, a lição é ainda mais dura: em bancos, a confiança pode desaparecer mais rápido do que um ativo de longo prazo pode ser vendido.

Precatórios: bilhões que existem, mas não chegam amanhã

Pecatório é uma ordem de pagamento expedida pelo Judiciário contra ente público depois de uma condenação definitiva ou de estágio processual que permita sua inscrição. É um direito de crédito contra o poder público. Como qualquer direito de receber dinheiro no futuro, tem valor presente.

O mercado de precatórios existe porque muitos titulares preferem receber menos agora a esperar anos pelo pagamento integral. Fundos e instituições compram esses créditos com deságio, assumindo risco de prazo, documentação, tributação, fila e eventuais controvérsias.

A matemática pode ser atraente. Se um crédito de R\$ 100 milhões é adquirido por R\$ 50 milhões e, anos depois, resulta em recebimento próximo ao valor de face acrescido das correções aplicáveis, o retorno pode

ser elevado. Mas o dinheiro não aparece magicamente. O investidor precisa financiar o período de espera.

Para um banco com passivos de vencimento muito mais curto, a concentração em precatórios exige gestão de liquidez extremamente cuidadosa. O ativo pode ter valor econômico e ainda assim não ser capaz de pagar o CDB que vence no mês seguinte.

Antes da crise final, o mercado discutia a venda de um conjunto significativo de ativos do Master, incluindo precatórios e participações privadas. Reportagem da Reuters em abril de 2025 mencionou faixa de avaliação entre R\$ 15 bilhões e R\$ 23 bilhões para ativos que poderiam ser negociados com o BTG Pactual. ^[S14]

A enorme amplitude dessa faixa — oito bilhões de reais entre a ponta inferior e a superior — mostra o desafio de valuation. Em ativos líquidos, milhares de negociações por dia produzem um preço observável. Em um precatório específico ou participação em empresa fechada, o valor depende de modelos, premissas jurídicas e taxa de desconto.

É aqui que contabilidade e direito se encontram. O contador precisa medir o ativo segundo regras aplicáveis. O advogado precisa avaliar a exigibilidade do direito, estágio processual e riscos. O tesoureiro precisa saber quando o caixa chega. O gestor de risco precisa testar cenários de atraso. O auditor precisa verificar se premissas e evidências são suficientes.

Nenhuma dessas funções pode ser substituída por otimismo.

No caso Master, os precatórios ganharam protagonismo também porque eram parte do conjunto de ativos que não seria necessariamente absorvido pelo BRB na aquisição proposta. Reportagens sobre a negociação indicavam que o desenho foi sendo reduzido para excluir parcelas relevantes do balanço consideradas problemáticas ou pouco aderentes ao apetite do comprador. ^{[S10][S15]}

Isso não significa que todo precatório do Master fosse inválido. Seria um salto lógico. O ponto é outro: uma instituição que cresce com passivos líquidos e acumula ativos de difícil liquidação precisa de capital e caixa em proporções compatíveis com o risco de espera.

O “bilhão” de um precatório não é o mesmo bilhão de dinheiro em conta. Essa diferença, aparentemente óbvia, é uma das chaves para entender como um balanço pode ser grande e, ainda assim, uma instituição enfrentar uma crise de liquidez devastadora.

Capítulo 3 — Dentro do balanço: ativos difíceis de precificar, CCBs, cessões e provisões

Participações privadas e o problema do preço que ninguém vê

Uma ação da Petrobras tem preço de mercado a cada instante do pregão. Uma participação em uma empresa fechada não. Para avaliá-la, é necessário construir uma narrativa econômica em números: receita futura, margem, crescimento, taxa de desconto, múltiplos comparáveis, endividamento, risco setorial e probabilidade de saída.

Isso abre espaço legítimo para divergência. Dois avaliadores independentes podem chegar a números bastante diferentes sem que nenhum esteja fraudando. Mas também cria terreno fértil para conflitos de interesse e superavaliação se a governança for fraca.

Instituições financeiras que mantêm participações privadas precisam demonstrar como chegaram aos valores registrados. A discussão não é apenas contábil. Se o ativo serve de base para demonstrar solvência, capital ou capacidade de pagamento, uma avaliação

excessivamente otimista pode criar uma imagem distorcida de robustez.

No ecossistema Master, investimentos em empresas e fundos tornaram-se parte relevante da narrativa pública sobre a qualidade do ativo. A possível venda de parcelas desse portfólio foi discutida em 2025 justamente como instrumento para reorganizar a instituição. ^{[S14][S15]}

Uma venda efetiva é o teste mais brutal de valuation. Enquanto um laudo diz R\$ 1 bilhão, existe uma premissa. Quando um comprador independente oferece R\$ 600 milhões, surge um preço de mercado. Se ninguém compra, a incerteza aumenta.

Esse fenômeno explica por que crises de liquidez frequentemente se transformam em crises de solvência. A necessidade de vender depressa converte valores modelados em valores realizáveis. Descontos que pareciam temporários tornam-se perdas reconhecidas.

Para o leitor não especializado, vale guardar uma fórmula mental: **valor contábil não é sinônimo de caixa recuperável no mesmo prazo**. Quanto mais

difícil negociar o ativo, maior a importância de testes de estresse.

A mesma lógica vale para fundos, cotas, participações em sociedades de propósito específico e ativos estruturados. O balanço de um conglomerado pode conter várias camadas entre o dinheiro original do investidor e o fluxo final que pagará esse investidor.

Em um caso investigativo, essas camadas também dificultam rastrear beneficiários e transações. Uma empresa paga um fundo; o fundo compra participação; a participação financia outra companhia; a companhia contrata consultoria. Cada etapa pode ser lícita. O trabalho forense é reconstruir substância econômica, partes relacionadas, preço e finalidade.

Sensacionalismo barato chama qualquer estrutura complexa de “laranja”. Investigação séria pergunta primeiro: quem controla, quem beneficia, qual serviço foi prestado, qual foi a contraprestação e qual documentação sustenta a operação?

Esse método será essencial quando o livro chegar às relações políticas do caso. Contratos milionários e pagamentos a pessoas politicamente expostas chamam

atenção. Mas pagamento não é corrupção por definição. É necessário demonstrar ausência de causa econômica legítima, contraprestação indevida, troca de favores ou outro elemento juridicamente relevante.

A força do Caso Master não depende de pular essas etapas. Os números e documentos já são grandes o bastante.

A contabilidade não é um cofre; é um sistema de afirmações

Demonstrações financeiras não são fotografias físicas do dinheiro. São um conjunto organizado de afirmações: este ativo existe; pertence à entidade; tem determinado valor; este passivo é devido; esta receita foi reconhecida segundo regras; esta perda foi ou não provisionada.

Em auditoria, essas afirmações são chamadas de asserções. Existência, integridade, direitos e obrigações, avaliação, competência e apresentação são dimensões que o auditor procura testar. Uma fraude sofisticada não precisa inventar toda a contabilidade. Basta quebrar uma asserção material.

Uma carteira de crédito pode existir documentalmente e não ter devedores reais. Pode ter devedores reais e valores errados. Pode ter contratos válidos, mas já ter sido cedida a outro comprador. Pode ter fluxo de caixa real, porém risco de inadimplência muito maior do que a provisão registrada.

Quando o Banco Central afirmou que sua investigação sobre carteiras negociadas entre Master e BRB demonstrou “insubsistência dos ativos”, a expressão atingiu diretamente a asserção de existência e substância econômica. ^[S02]

Segundo relatório da Polícia Federal divulgado em setembro de 2026, cerca de R\$ 12,2 bilhões dos aproximadamente R\$ 17 bilhões transferidos pelo BRB ao Master em compras de carteiras corresponderiam a títulos falsos, incluindo Cédulas de Crédito Bancário derivadas de créditos consignados inexistentes. Essa é uma conclusão investigativa, não uma sentença penal definitiva; ainda assim, seu conteúdo é extremamente grave. ^[S33]

Para compreender o efeito, imagine a equação mais básica da contabilidade:

Ativos = Passivos + Patrimônio Líquido

Se um ativo de R\$ 12 bilhões deixa de ter valor, algo precisa acontecer no outro lado. O patrimônio pode ser consumido. Se o patrimônio não for suficiente, surge patrimônio negativo ou necessidade de capital. Se a instituição já depende de captação para sobreviver, a confiança desaparece.

Isso explica por que fraude contábil bancária é diferente de uma simples falsificação isolada. O ativo fictício pode sustentar simultaneamente lucro, capital, liquidez aparente, garantias contratuais e decisões de terceiros.

Também explica o risco para o comprador. Ao adquirir uma carteira, o banco comprador troca caixa por direito de receber fluxos futuros. Se os fluxos não existem, o comprador entregou um ativo líquido em troca de papel sem substância econômica.

No caso BRB-Master, a investigação precisa determinar, para cada operação, quem produziu os documentos, quem verificou, quem aprovou, quais alertas foram emitidos, por que foram superados e como ocorreram substituições posteriores. A

responsabilidade pode ser diferente entre quem originou, quem estruturou, quem vendeu, quem aprovou e quem fiscalizou.

A contabilidade forense transforma essas perguntas em trilhas. Ela reconcilia extratos, contratos, bases de clientes, arquivos de folha, notas fiscais, registros eletrônicos, comunicações internas e lançamentos. O objetivo é fazer o número voltar à realidade que deveria representar.

Quando isso não acontece, o balanço deixa de ser mapa e vira cenário.

CCB: quando uma folha de papel vale milhões

A Cédula de Crédito Bancário, a CCB, é um título que formaliza obrigação de pagamento decorrente de operação de crédito. Para um banco, uma carteira formada por milhares de CCBs pode representar bilhões em fluxos futuros. Ela pode ser cedida, securitizada, usada como lastro de estruturas e negociada entre instituições.

A força econômica do instrumento depende de algo elementar: a obrigação precisa existir.

Uma carteira legítima tem trilha. Existe cliente, contrato, identificação, consentimento, liberação de recursos, cronograma, sistema de cobrança, pagamentos, inadimplência e documentação que permite ao comprador confirmar a substância do crédito. Quanto maior o volume, mais importante se torna verificar bases completas, e não apenas amostras confortáveis.

No Caso Master, a expressão “CCBs falsas” tornou-se central em setembro de 2026. Segundo relatório da Polícia Federal divulgado após levantamento de sigilo, parte substancial das carteiras vendidas ao BRB teria sido formada por títulos ligados a créditos consignados inexistentes, originados por estruturas que a investigação descreveu como artificiais. ^{[S33][S55]}

O peso jurídico dessa conclusão é enorme. Fabricar documentação representativa de crédito inexistente pode envolver diferentes tipos penais e responsabilidades civis e administrativas, dependendo da conduta concreta de cada participante. Mas a qualificação penal final cabe ao Judiciário.

Do ponto de vista contábil, o problema é mais imediato. Uma CCB inexistente registrada como ativo produz um valor sem fluxo de caixa correspondente. Se vendida, pode produzir caixa real para o vendedor e transferir o problema para o comprador.

É por isso que a diligência de cessão não pode ser apenas formal. Verificar assinatura digital não basta se o devedor não existe. Confirmar que o arquivo está bem formatado não basta se o empréstimo nunca foi desembolsado. Conferir uma lista de CPFs não basta se os supostos tomadores não autorizaram consignação.

Em uma operação bilionária, controles esperados incluem reconciliação entre contrato e desembolso, confirmação de existência dos devedores, testes de elegibilidade, validação de margem consignável, amostragem independente, auditoria de base completa e rastreio de pagamentos posteriores.

A pergunta investigativa decisiva é simples: quais dessas barreiras existiam, quais falharam e quais foram deliberadamente contornadas?

A anatomia de uma cessão de crédito

Uma cessão de crédito altera a geografia do risco. O originador vende direitos de receber pagamentos futuros. O comprador entrega caixa ou outro ativo em troca desses direitos. Se a cessão for verdadeira, o comprador passa a carregar risco de crédito e espera receber os fluxos.

Em operações bancárias, o preço da carteira depende de taxa contratada, inadimplência esperada, prazo, garantias e custo de capital. Uma carteira de valor nominal de R\$ 1 bilhão pode ser vendida acima, abaixo ou próxima desse valor, conforme suas características.

O comprador profissional não deve analisar apenas o arquivo entregue pelo vendedor. Precisa confrontar a carteira com evidências externas e históricas. Quantos contratos foram originados por mês? Qual a taxa média? Qual o índice de pré-pagamento? Quantos devedores entraram em atraso? O fluxo recebido em conta corresponde à curva projetada?

Uma fraude em cessão pode assumir formas diferentes. Pode haver duplicidade: a mesma carteira é

vendida duas vezes. Pode haver adulteração: contratos reais com valores inflados. Pode haver substituição indevida: ativos ruins são trocados por outros igualmente problemáticos. E pode haver fabricação integral: direitos que simplesmente não nasceram.

A investigação Master-BRB passou a descrever mecanismos de substituição depois que o Banco Central detectou problemas. Segundo fontes oficiais e reportagens baseadas nos autos, o regulador identificou inconsistências e as carteiras questionadas teriam sido substituídas por outros ativos sem avaliação técnica adequada. ^{[S02][S16]}

Esse ponto é crítico porque substituição de colateral ou de ativos não é, por si só, ilegal. Em contratos financeiros, é comum haver mecanismos de recomposição. O problema surge quando a troca mascara a inexistência do ativo original, usa valores sem fundamento ou tenta apagar uma perda já materializada.

Por isso, a reconstrução deve respeitar a linha do tempo: data de cada cessão, pagamento, alerta, fiscalização, substituição e reconhecimento contábil.

Em investigação financeira, a ordem dos fatos vale quase tanto quanto os valores.

Provisão: o número que separa lucro de realidade

Quando um banco empresta R\$ 100, não pode pressupor que receberá os R\$ 100 integralmente. Precisa estimar perdas de crédito. Quanto maior a probabilidade de inadimplência e a perda em caso de default, maior a provisão.

Provisão é uma redução econômica do valor do ativo reconhecida antes de a perda final se materializar. Ela funciona como antecipação prudencial. Se uma carteira deteriora, o resultado deve absorver parte do problema.

É por isso que fraudes de crédito frequentemente têm um segundo efeito: não apenas criam ativos ruins, mas evitam provisões que reduziriam lucro e patrimônio. Se o sistema classifica um crédito inexistente como saudável, a demonstração financeira pode exibir receita de juros sem que exista capacidade real de pagamento.

No Brasil, as instituições seguem normas prudenciais e contábeis específicas do Banco Central, além de

padrões de reconhecimento e mensuração aplicáveis. O objetivo é aproximar o valor registrado da perda esperada e impedir que problemas conhecidos sejam empurrados indefinidamente para o futuro.

Em uma carteira consignada genuína, a análise de risco se beneficia do desconto automático em folha. Em uma carteira fictícia, todo o modelo perde sentido. Não existe probabilidade de inadimplência: existe ausência de devedor.

A diferença parece óbvia depois da descoberta. Antes dela, sistemas podem processar milhares de registros como se fossem créditos ordinários. Essa é a razão pela qual controles antifraude não podem depender exclusivamente de modelos estatísticos alimentados pela própria base suspeita.

Capítulo 4 — Lucro, caixa e governança: onde o crescimento começa a desafiar a realidade

Lucro contábil, caixa e o espelho retrovisor

O lucro é uma medida de desempenho por competência. Receitas e despesas são reconhecidas quando economicamente geradas, não necessariamente quando o dinheiro entra ou sai. Essa lógica é essencial para representar negócios de longo prazo, mas cria distância entre resultado e liquidez.

Um banco pode reconhecer juros a receber, valorização de ativos e resultados de participações. Pode simultaneamente consumir caixa para pagar captações. Se a qualidade dos ativos for boa, o descasamento é administrável. Se não for, o lucro passado pode revelar-se um espelho retrovisor de premissas que não sobreviveram.

O Master divulgava resultados positivos e patrimônio em expansão antes da crise. Seus números públicos ajudavam a sustentar narrativa de crescimento e capacidade de capitalização. ^{[S11]][S13]}

A investigação posterior não transforma automaticamente todos esses números em falsos. Uma demonstração financeira contém centenas de contas. O trabalho técnico exige identificar quais valores estavam afetados, em que períodos, por quais operações e com que materialidade.

Essa distinção será decisiva em eventual responsabilização de administradores, auditores e demais agentes. Erro de estimativa, negligência e fraude deliberada são categorias distintas. O fato de um ativo posteriormente perder valor não prova que quem o avaliou anteriormente agiu de má-fé. Por outro lado, documentação fabricada ou conhecimento prévio de inexistência muda radicalmente o quadro.

Partes relacionadas: quando o dinheiro circula perto demais

Uma transação entre partes relacionadas não é ilícita. Conglomerados precisam movimentar recursos entre controladas, sócios podem prestar garantias, empresas do mesmo grupo podem comprar serviços entre si. O risco está em condições que não seriam aceitas por partes independentes.

A contabilidade exige divulgação porque proximidade pode distorcer preço e decisão. Se uma empresa vende um ativo por R\$ 1 bilhão a outra controlada pelo mesmo grupo, o preço não passou pelo teste natural de negociação entre interesses opostos.

Em investigações financeiras complexas, o mapa de partes relacionadas vai além da estrutura societária formal. Inclui empresas de familiares, consultorias recorrentes, sociedades com administradores em comum, fundos com beneficiários conectados e intermediários que aparecem repetidamente.

O Caso Master produziu uma quantidade incomum de pagamentos, contratos e relações com pessoas influentes. Alguns são públicos e acompanhados de alegação de prestação legítima de serviços. Outros entraram em investigações específicas. O método correto é não tratar proximidade como prova, mas tampouco ignorá-la como irrelevante.

A pergunta de auditoria é sempre a mesma: a operação tem substância, preço de mercado e documentação suficiente?

O auditor diante de um banco complexo

Auditar uma instituição financeira não significa garantir que nenhuma fraude exista. Auditoria trabalha com materialidade, amostragem, avaliação de riscos e evidências razoáveis. Ainda assim, bancos exigem ceticismo elevado porque pequenas distorções percentuais podem representar bilhões.

O auditor independente precisa entender produtos, sistemas, controles, estimativas, provisões, fair value e confirmações externas. Se uma carteira de crédito é relevante, evidência fornecida apenas pela própria administração pode ser insuficiente. Confirmações independentes, testes de existência e reconciliações ganham importância.

Quando fraudes envolvem conluio entre diferentes pessoas, documentos fabricados e terceiros aparentemente independentes, a auditoria enfrenta seu cenário mais difícil. Controles que funcionariam contra erro individual podem ser neutralizados por coordenação.

Isso não elimina responsabilidade profissional quando padrões não são cumpridos. Significa apenas que a

análise deve examinar o trabalho efetivamente realizado antes de atribuir culpa.

No Master, futuras decisões administrativas e judiciais poderão delimitar responsabilidades de agentes de controle. Até o fechamento deste livro, o foco factual mais sólido está nas conclusões do Banco Central, da Polícia Federal em relatórios divulgados e nas sanções administrativas específicas da CVM. ^{[S02][S29][S31]}

A proposta que mudou a escala do caso

Em 28 de março de 2025, o BRB anunciou ao mercado acordo para adquirir participação de controle no Banco Master. A estrutura prevista envolvia 49% das ações ordinárias e 100% das preferenciais, correspondendo a 58% do capital total, sujeita às aprovações regulatórias. ^{[S07][S08]}

A notícia parecia oferecer uma saída estratégica para o Master e uma expansão ousada para o banco controlado pelo Governo do Distrito Federal. Para o público, era uma transação societária. Para analistas, havia uma questão mais profunda: exatamente quais ativos e passivos o BRB estava disposto a assumir?

As negociações foram sendo redesenhadas. Reportagens posteriores indicaram que o perímetro da operação seria significativamente menor que o balanço total do Master, com exclusão de dezenas de bilhões em ativos. ^[S10]

Essa exclusão era economicamente decisiva. Comprar uma instituição não é comprar apenas uma marca e uma carteira de clientes; é comprar riscos. Se o comprador seleciona ativos e passivos, a transação se aproxima de uma cirurgia financeira: o que entra, o que fica, quem absorve as perdas e quanto capital será necessário depois?

O interesse de um banco público acrescentou dimensão política inevitável. Qualquer deterioração patrimonial relevante poderia repercutir sobre acionista controlador, governança estatal e percepção de risco fiscal. Isso exigia nível de diligência excepcional.

Por que um banco público compraria o Master?

Do ponto de vista estratégico, havia argumentos possíveis. O Master possuía distribuição nacional, base de clientes, produtos, plataformas e ativos que

poderiam ampliar o alcance de um banco regional. O BRB vinha perseguindo expansão além de Brasília e poderia acelerar esse movimento por aquisição.

Aquisições bancárias são frequentemente justificadas por sinergias: redução de custo, aumento de base, diversificação de receita e uso mais eficiente de capital. Uma instituição com liquidez e estrutura mais robusta pode incorporar ativos de outra e melhorar seu financiamento.

O problema é que sinergia não corrige ativo inexistente. Quanto mais difícil a qualidade do balanço do alvo, mais importante a due diligence.

Reportagens durante 2025 mostraram que a transação enfrentava questionamentos justamente sobre ativos a serem excluídos e necessidade de capitalização. O preço estimado, em torno de R\$ 2 bilhões em reportagens da Reuters, era apenas uma parte da equação; a qualidade dos ativos remanescentes era muito mais importante. ^{[S08][S15]}

Uma aquisição barata pode ser caríssima se o comprador herdar passivos superiores ao valor recuperável dos ativos.

PARTE II — BRB, CARTEIRAS BILIONÁRIAS E A QUEDA

Capítulo 5 — BRB entra em cena: due diligence, R\$ 17 bilhões e as carteiras sob suspeita

Due diligence: o exame antes do casamento

Due diligence é a investigação do alvo antes de uma aquisição. Em bancos, envolve jurídico, contabilidade, risco, tecnologia, compliance, crédito, capital regulatório, tributação e contingências.

O comprador deve testar dados, não apenas recebê-los. Deve reconstruir amostras de operações, validar originadores, verificar concentrações e buscar sinais de partes relacionadas. Em carteiras de crédito, o teste de existência é elementar.

No caso BRB-Master, a pergunta que atravessa a investigação é como carteiras depois descritas como insubsistentes pelo Banco Central puderam ser adquiridas em volume tão elevado. ^[S02]

Segundo o relatório da PF divulgado em setembro de 2026, aproximadamente R\$ 17 bilhões foram transferidos pelo BRB ao Master em compras de créditos, com cerca de R\$ 12,2 bilhões ligados a títulos que a investigação considerou falsos. ^[S33]

Se esses números forem mantidos após contraditório e julgamento, o episódio será um caso de estudo mundial sobre falha de diligência ou fraude coordenada. Mas a investigação precisa individualizar condutas: quem recebeu bases, quem as testou, quem ignorou alertas, quem aprovou exceções e quem tinha conhecimento de irregularidades.

R\$ 17 bilhões: como o dinheiro se moveu

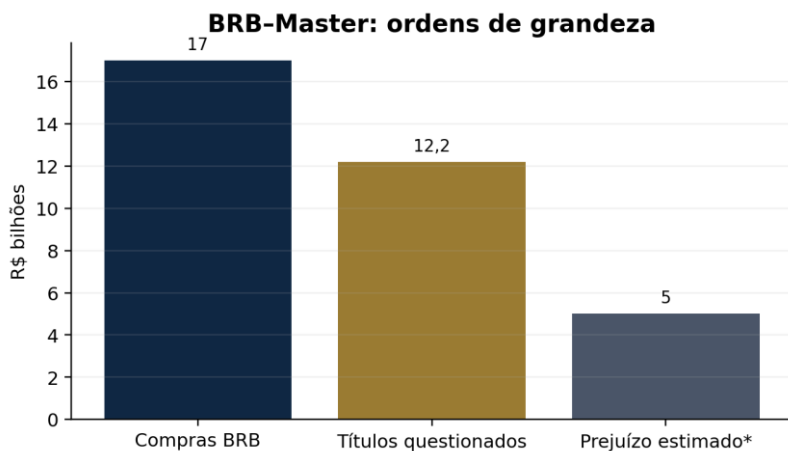


Figura 3 — Ordens de grandeza das operações BRB–Master segundo investigação e estimativas divulgadas. *Prejuízo estimado não equivale ao valor bruto dos títulos questionados. [S33][S55]

Um número como R\$ 17 bilhões é difícil de imaginar. Equivale a dezenas de milhares de financiamentos residenciais, centenas de hospitais de médio porte ou múltiplos orçamentos municipais. Em um balanço

bancário, contudo, pode aparecer como uma sequência de lançamentos eletrônicos.

O BRB teria transferido esses recursos ao longo de operações de compra de carteiras. Em troca, recebeu direitos creditórios. A função econômica era converter caixa do BRB em créditos que gerariam fluxos futuros.

Segundo a PF, a maior parte dos títulos questionados não possuía valor econômico real. ^[S33]

A diferença entre o valor transferido e o valor recuperável é o centro do potencial prejuízo. Algumas reportagens sobre auditorias e investigações mencionaram estimativas de perda na casa de R\$ 5 bilhões depois de substituições e recuperações. Esse número precisa ser tratado como estimativa contextual, não como equivalência automática aos R\$ 12,2 bilhões de títulos questionados. ^[S55]

Essa distinção é essencial para a contabilidade: exposição bruta, ativo inválido, perda esperada e prejuízo final são quatro números diferentes.

Tirreno, Cartos e a origem que virou investigação

A investigação policial colocou empresas ligadas à originação de créditos no centro da reconstrução das carteiras. A Tirreno passou a ser descrita nos autos e em reportagens como peça relevante na geração de CCBs que seriam posteriormente repassadas ao BRB.

[S33]

Segundo a PF, estruturas societárias e operacionais associadas à Tirreno e à Cartos teriam sido usadas para produzir créditos consignados sem correspondência econômica. Pessoas investigadas negam participação ou contestam a interpretação dos documentos.

O papel de um originador é crítico. Quem cria uma carteira controla o primeiro conjunto de dados: identidade do tomador, contrato, valor liberado, taxa e autorização. Se a fraude nasce nessa etapa, o comprador precisa de verificação independente para detectá-la.

Em setembro de 2026, a investigação também passou a examinar associações de servidores e carteiras de descontos que teriam sido vinculadas à estrutura de originação. Reportagens citaram mais de 100 mil

autorizações e valores bilionários, com defesas negando fraude. Esse material permanece em apuração e não deve ser confundido com decisão judicial definitiva.

O ponto estrutural é mais amplo: numa cadeia de crédito, quanto mais intermediários existem, maior a necessidade de identificar quem realmente originou o risco.

Augusto Lima: acusação, defesa e cronologia

Augusto Lima, ex-sócio do Banco Master, tornou-se personagem central em relatórios recentes da Polícia Federal. Segundo a investigação divulgada em setembro de 2026, ele teria participação relevante na criação e operacionalização de carteiras fraudulentas transferidas ao BRB. ^[SS5]

A defesa de Lima nega as acusações, afirma ausência de prova suficiente, contesta vínculos atribuídos pela investigação e destaca que ele teria deixado o Master em maio de 2024, antes de parte dos fatos analisados.

^[SS5]

A divergência de cronologia é crucial. Se uma pessoa deixa formalmente uma empresa, a investigação

precisa demonstrar eventual atuação posterior por outros vínculos, mensagens, contratos ou controle de fato. O simples histórico societário não basta.

Para o leitor, este é um exemplo de como o livro tratará indivíduos: relatório policial é evidência investigativa relevante, mas não substitui sentença. A defesa não apaga o relatório, assim como o relatório não elimina o direito de contestá-lo.

Os alertas que ninguém deveria ignorar

Grandes fraudes raramente dependem de uma única falha. Elas atravessam camadas. Sistemas registram, analistas revisam, comitês aprovam, auditorias testam, compliance monitora, diretoria assina e reguladores recebem informações.

Quando um ativo de bilhões se revela insubsistente, a pergunta inevitável é quantas barreiras precisaram falhar.

Reportagens baseadas nos autos mencionam alertas internos, pareceres e inconsistências detectadas antes do colapso. A PF investiga se decisões continuaram apesar de sinais contrários. ^[S33]

Governança não é um documento de boas práticas arquivado no site. É a capacidade real de um profissional dizer “não” a uma operação lucrativa quando evidências são insuficientes. Em instituições controladas pelo Estado, essa responsabilidade é ainda mais sensível porque decisões de risco podem repercutir sobre recursos públicos e confiança institucional.

Capítulo 6 — O Banco Central fecha a porta: rejeição, liquidação e a queda de Daniel Vorcaro

Quando o Banco Central disse não

Em 3 de setembro de 2025, o Banco Central rejeitou a aquisição do Master pelo BRB. A decisão alterou radicalmente a trajetória do caso. ^{[S09][S51]}

O regulador não precisa divulgar publicamente todos os detalhes de análise prudencial de uma transação. Avalia capacidade financeira, origem de recursos, estrutura de controle, riscos e aderência às regras. A negativa, porém, transmitiu uma mensagem inequívoca: o desenho apresentado não seria autorizado.

O BRB ainda discutiu alternativas e uma proposta revisada chegou a ser considerada, segundo reportagens da Reuters. Mas o relógio de liquidez corria. ^[S10]

Dois meses e meio depois, o Banco Central decretaria a liquidação do Master.

A proximidade temporal não significa que a rejeição causou a quebra. Uma aquisição pode resolver um

problema; não aprová-la apenas deixa o problema existente sem aquela solução. A causa econômica estava no balanço, no funding e nos ativos.

Para o regulador, permitir uma aquisição inadequada poderia transferir risco de uma instituição privada para um banco público. Recusar podia acelerar uma crise de liquidez. Esse é o tipo de escolha em que não existe opção sem custo.

O BRB se declara vítima

Depois da explosão do caso, o BRB passou a sustentar publicamente que a instituição foi vítima de fraudes atribuídas a ex-dirigentes e terceiros. A direção informou ter realizado apurações internas e entregue achados relevantes à Polícia Federal e ao Banco Central. ^[S34]

Essa posição importa juridicamente porque separa a pessoa jurídica das condutas individuais investigadas. Um banco pode sofrer fraude praticada contra si por fornecedores, parceiros ou até administradores infiéis. Também pode responder por falhas de governança, controles ou decisões de seus órgãos.

A investigação deverá definir essa fronteira.

O BRB substituiu dirigentes e buscou preservar continuidade operacional. Para clientes e acionistas, a instituição precisava demonstrar que o episódio não equivalia ao colapso de seu balanço inteiro.

Para o contribuinte, a pergunta é mais direta: quanto será recuperado e quem absorverá a perda final?

Até 18 de setembro de 2026, essa resposta permanece incompleta.

18 de novembro de 2025

Toda crise financeira tem um momento em que a ambiguidade termina. Para o Banco Master, esse momento chegou na manhã de 18 de novembro de 2025.

O Banco Central decretou a liquidação extrajudicial de empresas centrais do conglomerado e submeteu o Banco Master Múltiplo a regime especial. A justificativa oficial combinou três elementos: grave crise de liquidez, comprometimento significativo da situação econômico-financeira e graves violações das normas do Sistema Financeiro Nacional. ^{[S01][S03]}

No mesmo dia, a Polícia Federal deflagrou a primeira fase da Operação Compliance Zero. Daniel Vercaro foi preso e outros investigados também foram alvo de medidas. A coincidência temporal entre resolução bancária e ação criminal transformou o episódio em crise institucional de primeira magnitude. ^[516]

Liquidação extrajudicial não é uma sentença penal. É um regime administrativo destinado a encerrar atividades, preservar ativos, verificar credores e organizar pagamento conforme a legislação. O liquidante assume a administração da massa e passa a apurar patrimônio, obrigações e responsabilidades.

Para clientes, a pergunta era imediata: “vou receber?”. Para investigadores: “o que aconteceu com o dinheiro?”. Para o regulador: “como impedir contágio?”. Para o mercado: “quem mais está exposto?”.

Essas quatro perguntas correram ao mesmo tempo.

O que significa liquidar um banco

Quando uma empresa comum entra em crise, credores podem pedir falência ou recuperação. Bancos vivem sob regime especial porque a quebra desorganizada de

uma instituição financeira pode produzir corrida, contágio e interrupção de pagamentos.

Na liquidação extrajudicial, o Banco Central intervém de forma administrativa. Operações são encerradas ou controladas, dirigentes perdem poderes, ativos são levantados e credores precisam se habilitar conforme regras aplicáveis.

O FGC atua paralelamente para pagar créditos elegíveis dentro dos limites de garantia. Esse pagamento rápido tem função de estabilidade: evita que centenas de milhares de pessoas esperem anos pelo encerramento da massa.

A liquidação também cristaliza perguntas contábeis. Ativos que antes eram avaliados numa empresa em continuidade passam a ser examinados sob cenário de realização. Um crédito que valia R\$ 100 porque poderia ser carregado por dez anos talvez valha menos numa venda forçada.

Isso pode ampliar perdas sem que tenha surgido fraude nova. É efeito do próprio encerramento.

Por isso, números divulgados nos primeiros meses após uma liquidação são provisórios. O “rombo”

econômico final depende de recuperações, decisões sobre ativos, ações contra responsáveis e custos do processo.

Daniel Vorcaro: do banqueiro em ascensão ao centro do inquérito

Daniel Vorcaro tornou-se a figura pública mais associada ao Master. Durante a expansão, era apresentado como empresário responsável por reposicionar uma instituição antiga, ampliar capital e construir um conglomerado financeiro e empresarial. Depois de novembro de 2025, passou a ser o principal nome de um conjunto de investigações criminais e administrativas.

A Polícia Federal atribui a Vorcaro papel de liderança em esquemas investigados envolvendo fraudes financeiras e, em fases posteriores, relações com agentes públicos e estruturas de influência. Ele e suas defesas contestaram diversas acusações ao longo do caso. Prisões cautelares decretadas contra ele foram justificadas judicialmente por riscos processuais específicos, não como antecipação de pena. ^{[S17][S53][S54]}

Em novembro de 2025, Vorcaro chegou a ser liberado por decisão judicial com medidas cautelares, incluindo tornozeleira eletrônica. Meses depois, em março de 2026, voltou a ser preso preventivamente em contexto de novas diligências. ^{[S53][S54]}

O Supremo registrou, em decisão de março, fundamentos relacionados a risco concreto de interferência na investigação. ^[S17]

É tentador transformar a trajetória em parábola: ascensão meteórica, luxo, poder e queda. Mas a função deste livro não é reduzir o caso à personalidade de um banqueiro. Um banco regulado movimenta bilhões porque centenas de profissionais, contrapartes, auditores, distribuidores e órgãos públicos interagem com ele. Se houve fraude sistêmica, a pergunta relevante não é apenas quem estava no topo, mas como tantos controles foram atravessados.

Capítulo 7 — Compliance Zero: a hipótese criminal, mensagens, prisões e bloqueios bilionários

A primeira hipótese criminal

A investigação da primeira fase da Compliance Zero concentrou-se em suspeitas de fabricação de carteiras de crédito sem lastro, venda dessas carteiras e subsequente substituição depois de questionamentos do regulador. ^[S16]

Essa narrativa criminal tem uma lógica econômica clara. Criar um ativo fictício permite reconhecê-lo, vendê-lo ou usá-lo como justificativa para transferências. Se um terceiro compra o ativo, o vendedor recebe caixa real. A fraude se torna monetizada.

O problema para qualquer acusação criminal é provar conhecimento e intenção. Em conglomerados complexos, muitos profissionais podem trabalhar sobre dados falsos sem saber. Outros podem desconfiar. Outros podem ter criado a estrutura. A lei não trata todos de forma igual.

Por isso, a apreensão de celulares, e-mails, planilhas e mensagens se tornou crucial. Documentos internos ajudam a distinguir erro operacional de decisão consciente.

Cem dispositivos e uma mina de evidências

Em fevereiro de 2026, o Supremo autorizou fluxo pericial sobre aproximadamente uma centena de dispositivos eletrônicos apreendidos em diligências relacionadas ao caso. ^[S18]

Um smartphone moderno é quase uma contabilidade paralela da vida de seu usuário. Mensagens, contatos, localização, arquivos, calendários, fotografias e metadados podem reconstruir relacionamentos e decisões.

Mas dados digitais exigem cadeia de custódia rigorosa. É preciso demonstrar que o conteúdo extraído corresponde ao dispositivo original, que não foi alterado e que o acesso respeitou a autorização judicial.

Em setembro de 2026, a própria Polícia Federal informou que o aparelho original de Vercaro

permanecia intacto sob custódia e que cópias forenses permitiam reprodução técnica dos dados. ^[S36]

Essa explicação ganhou importância porque diferentes ministros do STF passaram a discutir acesso à íntegra do material e o uso de relatórios derivados de mensagens. A prova digital deixou de ser apenas instrumento da investigação; virou parte da disputa institucional sobre competência, sigilo e imparcialidade.

Por que mensagens são poderosas e perigosas

Uma conversa privada pode parecer devastadora quando isolada. “Resolvido”, “falei com ele”, “pode deixar” e “estou à disposição” são frases que, fora de contexto, suportam inúmeras interpretações.

Na investigação financeira, mensagens são valiosas quando conectadas a fatos verificáveis: transferência, contrato, reunião, decisão, operação bancária ou ato administrativo. A força probatória cresce quando comunicação e evento convergem.

Também existem riscos. Pessoas exageram influência, fazem brincadeiras, usam apelidos e atribuem a terceiros poderes que não possuem. Uma mensagem

de um investigado dizendo que “fulano garantiu” alguma coisa não prova que fulano tenha garantido.

Por isso, o livro evita converter cada diálogo divulgado em veredicto. O foco está em padrões: sequência temporal, repetição, vantagem econômica e correspondência com atos concretos.

Essa cautela será especialmente importante nos capítulos políticos, porque o celular de Vorcaro passou a conter referências a autoridades de diferentes partidos e instituições.

Prisão preventiva não é condenação

O Caso Master acumulou prisões preventivas, buscas, apreensões, bloqueios e outras cautelares. Em cobertura sensacionalista, essas medidas costumam ser apresentadas como prova de culpa. Juridicamente, não são.

A prisão preventiva existe para proteger investigação, aplicação da lei penal ou ordem pública nas hipóteses legais. Precisa de fundamentação concreta e é revisável. O acusado continua presumido inocente até condenação definitiva.

Isso não torna a cautelar irrelevante. Um tribunal que mantém prisão preventiva está reconhecendo a existência de elementos e riscos suficientes para justificar medida excepcional. O significado correto está entre dois extremos: não é condenação, mas também não é um gesto administrativo banal.

Em março de 2026, o STF registrou risco concreto de interferência como fundamento em decisões envolvendo Vorcaro e outros investigados. ^[S17]

Ao leitor, resta uma regra simples: nunca trocar “investigado” por “culpado” apenas porque houve prisão. E nunca fingir que uma decisão cautelar fundamentada não diz nada sobre a gravidade da apuração.

Bloqueios bilionários: preservar não é confiscar

Medidas patrimoniais aparecem em investigações econômicas para impedir dissipação de bens e assegurar eventual ressarcimento. Bloquear uma conta ou indisponibilizar um imóvel não significa que o Estado já se tornou proprietário do bem.

Em maio de 2026, o conjunto de bloqueios e sequestros relacionados ao Caso Master já alcançava

valores bilionários segundo balanços públicos da investigação. ^[S16]

O tamanho do bloqueio costuma gerar manchete porque é uma estimativa de exposição ou patrimônio atingido. Não deve ser somado automaticamente a FGC, carteiras do BRB e outros números como se fossem perdas independentes. Muitas vezes os mesmos fluxos econômicos aparecem em várias medidas.

Essa é uma das armadilhas de qualquer tentativa de responder à pergunta da capa. “Quanto vale o escândalo?” depende de qual métrica se usa. Valor bloqueado não é valor roubado; garantia paga não é propina; ativo questionado não é necessariamente perda líquida; contrato político não é corrupção sem prova de contrapartida ilícita.

Capítulo 8 — A batalha da prova: colaboração, CVM, cadeia de custódia e guerra de narrativas

A tentativa de colaboração que não virou acordo

Em casos complexos, a colaboração premiada pode reorganizar a investigação. Um insider oferece informações verificáveis em troca de benefícios negociados e homologados segundo a lei.

Em maio de 2026, surgiram discussões públicas sobre eventual colaboração de Daniel Vorcaro. Fontes ouvidas pela Agência Brasil relataram que a Polícia Federal, naquele momento, não havia endossado um acordo e considerava informações apresentadas inconsistentes com elementos já colhidos. A possibilidade futura não estava necessariamente encerrada. ^[S45]

O episódio ilustra um ponto importante: delação não é compra de narrativa. Informação precisa ser útil, nova e corroborável. Um investigado poderoso conhece pessoas importantes; isso, por si só, não transforma qualquer acusação em prova.

A décima fase e a guerra pela narrativa

Em julho de 2026, a Polícia Federal deflagrou a décima fase da Compliance Zero. Segundo nota oficial, a fase apurava indícios de atuação coordenada em redes sociais destinada, em tese, a comprometer a credibilidade da atuação do Banco Central. Também investigava possível organização dedicada à intimidação de jornalistas, monitoramento ilícito de pessoas ligadas a autoridades, obtenção indevida de informações sigilosas e interferência em investigações.

[S35]

A descrição marca mudança de escala. O caso já não dizia respeito apenas a balanços e carteiras. Passava a incluir disputa informacional.

Empresas em crise tentam defender reputação; isso é legítimo. Contratar assessoria de imprensa e contestar regulador também é legítimo. A fronteira criminal, segundo a hipótese investigativa, estaria em práticas como intimidação, acesso ilegal a dados e embaraço às investigações.

Em uma sociedade hiperconectada, reputação pode ser um ativo de liquidez. Se investidores acreditam que o

regulador persegue injustamente um banco, podem manter recursos. Se acreditam que o banco esconde problemas, sacam. A batalha narrativa pode alterar o fluxo financeiro real.

A CVM e uma condenação administrativa concreta

Nem tudo no Caso Master está apenas sob investigação. Em setembro de 2026, a Comissão de Valores Mobiliários julgou processo administrativo envolvendo operações do Brazil Realty Fundo de Investimento Imobiliário e concluiu pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, além de outras infrações atribuídas a participantes específicos. ^{[S29][S50]}

Daniel Vorcaro recebeu multa de R\$ 20 milhões; o Banco Master, R\$ 12,5 milhões; as penalidades do processo, somadas, ultrapassaram R\$ 200 milhões. A decisão é administrativa e sujeita aos recursos cabíveis. ^[S29]

O processo não é o mesmo das carteiras vendidas ao BRB. Essa distinção evita um erro frequente: juntar fatos diferentes sob um único rótulo penal.

A relevância histórica do julgamento está em demonstrar que o ecossistema Master já produziu, até a data deste livro, uma conclusão sancionadora formal de regulador de mercado sobre operação fraudulenta. Não é apenas rumor, relatório policial ou manchete.

Ao mesmo tempo, seria incorreto escrever que essa decisão “provou o Caso Master inteiro”. Ela provou administrativamente condutas delimitadas naquele processo.

A diferença entre processo administrativo e processo criminal

A CVM regula mercado de valores mobiliários. O Banco Central supervisiona instituições financeiras. A Polícia Federal investiga crimes. O Ministério Público acusa quando entende haver elementos. O Judiciário decide processos penais e medidas cautelares. Cada instituição atua com regras e padrões diferentes.

Uma pessoa pode ser absolvida numa esfera e punida em outra. A responsabilidade administrativa não exige exatamente os mesmos elementos da responsabilidade penal. A responsabilidade civil busca reparar dano. A

penal pode impor prisão e exige prova suficiente para condenação criminal.

Quando o público pergunta “está comprovado?”, precisa dizer comprovado em qual esfera.

No Master, existe uma combinação rara de fatos documentados, conclusões regulatórias, sanções administrativas, investigações policiais e processos judiciais ainda em curso. Essa multiplicidade explica por que afirmações absolutas envelhecem rapidamente.

A cadeia de custódia como campo de batalha

Em crimes financeiros contemporâneos, documentos digitais podem decidir o caso. Por isso, a defesa tende a questionar apreensão, extração, integridade e escopo da autorização judicial.

A cadeia de custódia é o registro de quem coletou, armazenou, transportou, copiou e analisou uma evidência. Uma falha séria pode comprometer confiabilidade ou admissibilidade.

A Polícia Federal afirmou em setembro de 2026 que o celular original de Vorcaro permaneceu preservado e

que as análises foram feitas a partir de cópias forenses, técnica destinada justamente a manter o original intacto. ^[536]

Essa disputa técnica é menos cinematográfica que uma prisão, mas pode ter impacto jurídico maior. Um processo de bilhões pode depender da capacidade de demonstrar que uma mensagem realmente estava no aparelho, na data indicada, e que não foi alterada.

PARTE III — BRASÍLIA: DINHEIRO, ACESSO E PODER

Capítulo 9 — O dinheiro chega a Brasília: influência, política e os primeiros grandes nomes

O dinheiro deixa pegadas

Fraudes sofisticadas tentam esconder intenção, mas dinheiro precisa se mover. Bancos geram registros inevitáveis: TEDs, PIX, ordens internas, contas de liquidação, registros de títulos, notas fiscais, contratos, boletos, transferências internacionais.

A contabilidade forense trabalha de trás para frente. Parte do destino e pergunta de onde veio. Parte do contrato e procura a transferência. Parte da transferência e procura o serviço. Quando a trilha quebra, nasce uma pergunta.

No Master, a escala de dados é gigantesca porque operações bancárias legítimas conviviam com transações sob suspeita. Separar uma da outra exige mais do que procurar valores grandes. Requer identificar padrões econômicos incompatíveis com atividade normal.

Esse método também protege inocentes. Uma transferência milionária pode parecer escandalosa e ser

pagamento plenamente justificável. O dinheiro só “fala” quando conectado à causa jurídica e econômica.

O escândalo que não cabe em um partido

A tentação política mais previsível do Caso Master é transformá-lo em arma de um lado contra o outro. Os documentos públicos resistem a essa simplificação. Relações comerciais, encontros, mensagens, pagamentos ou investigações alcançaram pessoas ligadas a diferentes governos, partidos e instituições.

Esse fato não significa que todos tenham cometido ilícitos. Significa apenas que o banco e seus controladores construíram uma rede de interlocução ampla. Em Brasília, essa amplitude é um ativo empresarial: bancos dependem de regulação, legislação, decisões judiciais, contratos, autorizações e reputação institucional.

A diferença entre relacionamento institucional e corrupção está na contrapartida. Um empresário pode contratar um ex-ministro por sua experiência. Pode contratar advogado ligado a autoridade. Pode receber parlamentares, participar de eventos ou defender mudanças regulatórias. Essas ações se tornam

juridicamente problemáticas quando há vantagem indevida em troca de ato funcional, tráfico de influência, fraude, lavagem ou outro ilícito demonstrável.

Em abril de 2026, documentos fiscais entregues a uma comissão parlamentar e divulgados pela imprensa mostraram pagamentos do Master a empresas e escritórios ligados a figuras de diferentes campos políticos e econômicos, entre elas Michel Temer, Guido Mantega, Henrique Meirelles, Ricardo Lewandowski, Antônio Rueda, Marconi Perillo, ACM Neto e Fabio Wajngarten. Os citados sustentaram, em diferentes manifestações, que os valores correspondiam a serviços legítimos. ^[549]

Pagamento declarado não é prova de corrupção. Mas o mapa ajuda a compreender a estratégia de acesso: o Master cercava-se de pessoas com enorme capital jurídico, político e institucional.

O problema investigativo surge quando esse acesso coincide com decisões públicas de interesse do banco e aparecem indícios de pagamentos sem causa

legítima, benefícios pessoais ou mensagens sugerindo contraprestação.

É por isso que este capítulo não distribui culpa por associação. Ele distribui perguntas por evidência.

Ciro Nogueira e a chamada “Emenda Master”

Em maio de 2026, a quinta fase da Compliance Zero colocou o senador **Ciro Nogueira** no centro da investigação. A Polícia Federal afirmou ter indícios de pagamentos mensais que variariam entre R\$ 300 mil e R\$ 500 mil, além de viagens, hospedagens, voos e outros benefícios custeados por pessoas ligadas a **Daniel Vorcaro**. ^{[S19][S20]}

A PF também relacionou a investigação a uma emenda apresentada pelo senador em 2024 que propunha elevar a cobertura ordinária do FGC de R\$ 250 mil para R\$ 1 milhão. Segundo a versão investigativa citada em decisões judiciais e reportagens, texto produzido no entorno do Master teria chegado ao parlamentar e sido reproduzido em medida legislativa.

A defesa de **Ciro Nogueira** nega recebimento de valores ilícitos e qualquer atuação criminosa. O senador também nega que tenha simplesmente

reproduzido texto entregue pelo banco e sustenta que a proposta de ampliar a garantia beneficiaria poupadores e desafiaria interesses de grandes bancos. ^[S20]

A relevância financeira da emenda é evidente. Um aumento de quatro vezes no teto de proteção tornaria produtos de bancos menores mais atraentes para investidores de maior patrimônio e poderia ampliar a capacidade de captação coberta.

Mas relevância econômica não prova corrupção. Para a acusação, seria necessário demonstrar vínculo entre vantagem indevida e atuação funcional. Para a defesa, é suficiente mostrar que a proposta tinha fundamento legislativo independente e que benefícios alegados não existiram ou tinham causa legítima.

Até a data de fechamento, o caso permanece em investigação. O que já é documentado é que a PF formalizou suspeitas graves, houve medidas autorizadas pelo STF e o senador as contesta.

Jaques Wagner: apartamento, buscas e negativa

Em junho de 2026, a nona fase da Compliance Zero atingiu o senador Jaques Wagner. Segundo a Polícia Federal, a investigação apurava possível recebimento

de vantagens e mencionava um apartamento avaliado em aproximadamente R\$ 2,45 milhões que teria relação com Augusto Lima, ex-sócio do Master. ^{[S21][S22]}

Wagner negou irregularidades. Sua defesa afirmou que ele jamais atuou no Congresso para favorecer o Master e posteriormente pediu ao STF anulação das buscas. Também apresentou justificativa para valores em espécie encontrados, dizendo que tinham origem lícita e documentada. ^[S22]

Esse episódio demonstra por que o caso não pode ser narrado como uma lista de “envolvidos” sem verbos precisos. Uma pessoa pode ser alvo de busca, investigada ou citada sem ser ré ou condenada.

A diferença jurídica entre “PF investiga se recebeu” e “recebeu propina” é gigantesca. O primeiro enunciado descreve um fato processual. O segundo atribui crime consumado.

Sensacionalismo responsável explora a dimensão da investigação, não elimina a presunção de inocência.

Flávio Bolsonaro, o filme e os milhões em negociação

Em setembro de 2026, relatórios policiais tornados públicos revelaram mensagens sobre o financiamento de *Dark Horse*, projeto de cinebiografia de Jair Bolsonaro. Segundo a PF, o senador Flávio Bolsonaro pediu a Daniel Vorcaro cerca de R\$ 131 milhões para a produção e aproximadamente R\$ 60 milhões teriam sido pagos por meio da estrutura analisada. A investigação também examina eventual participação de Eduardo Bolsonaro na articulação. ^[S24]

Meses antes, Flávio Bolsonaro já havia reconhecido contatos e tratativas para buscar financiamento privado para o filme, embora tenha negado prática criminosa e tratado a iniciativa como captação de patrocínio privado. ^[S25]

Financiar produção audiovisual não é crime. Uma empresa ou empresário pode patrocinar filme político, desde que respeite regras aplicáveis e a origem e destino dos recursos sejam lícitos.

A questão investigativa está no contexto: por que um banqueiro sob intenso interesse regulatório destinaria valor tão elevado a projeto sobre uma liderança

política? Houve contraprestação? O recurso foi efetivamente pago? Por quais empresas? Como foi contabilizado? Quem recebeu? Que serviços foram entregues?

Sem respostas probatórias, essas perguntas não autorizam conclusão de corrupção. Mas são suficientemente relevantes para justificar investigação e escrutínio público.

O episódio também mostra como o Master se tornou tema eleitoral em 2026. A disputa política tentou atribuir o caso a adversários, enquanto os documentos revelavam interlocuções atravessando campos opostos.

Capítulo 10 — Contratos, ministros e o Supremo: quando o caso alcança o topo das instituições

Hugo Motta, Lisboa e o problema dos benefícios privados

Relatório da Polícia Federal divulgado em setembro de 2026 apontou que Daniel Vorcaro teria custeado hospedagem em Lisboa para o presidente da Câmara, Hugo Motta, e para Ciro Nogueira em 2024. Mensagens recuperadas do aparelho do banqueiro fariam referência a reservas para ambos. ^[S23]

Uma diária de hotel não tem a mesma escala de uma carteira de R\$ 12 bilhões. A relevância não é quantitativa; é institucional. Presentes, viagens e hospitalidades oferecidos a autoridades são avaliados pelo potencial conflito de interesses e pelas regras de ética aplicáveis.

O fato de um empresário pagar despesa de autoridade não prova, sozinho, que recebeu ato oficial em troca. A análise precisa identificar contexto, valor, relação pessoal, transparência e eventual decisão pública correlacionada.

Essa distinção é especialmente importante em um caso no qual fotografias de eventos, jantares e viagens passaram a circular como se cada encontro fosse uma confissão.

A proximidade pode justificar escrutínio. Não substitui prova.

O contrato Barci de Moraes

Um dos documentos mais explosivos divulgados em setembro de 2026 foi o contrato entre o Banco Master e o escritório Barci de Moraes Sociedade de Advogados, que tem entre seus sócios Viviane Barci de Moraes, esposa do ministro Alexandre de Moraes, e dois filhos do casal.

O contrato, assinado em 16 de janeiro de 2024, previa atuação jurídica em todas as instâncias, programas de integridade e consultoria em procedimentos administrativos e investigações, inclusive perante Banco Central, Receita Federal, Cade e polícias. O valor previsto era de R\$ 3 milhões mensais por 36 meses, totalizando R\$ 108 milhões no instrumento. ^[S26]

Também apareceu nos autos uma minuta ou proposta relacionada à Viking Participações, datada de maio de

2025, igualmente com remuneração mensal de R\$ 3 milhões, mas sem assinaturas. O escritório declarou que possuía apenas uma contratação com o Master, que a segunda proposta não foi aceita e que o vínculo original terminou com a liquidação do banco. ^[S26]

A existência de contrato milionário com escritório ligado à família de ministro do STF é um fato de forte interesse público. Mas contrato de advocacia, mesmo de valor extraordinário, não prova influência ilegal sobre magistrado.

A investigação precisa responder perguntas específicas: quais serviços foram efetivamente prestados, quais valores foram pagos, quais profissionais atuaram, em quais processos ou procedimentos e se houve qualquer intervenção funcional indevida.

Alexandre de Moraes: mensagens atribuídas, negativa e crise institucional

Em setembro de 2026, um relatório policial baseado em dados extraídos do celular de Vorcaro passou a ocupar o centro da crise no Supremo. O material descrevia 52 mensagens que os investigadores

afirmavam ter sido enviadas por Vorcaro a Alexandre de Moraes. Segundo o relatório, elas sugeririam proximidade e mencionariam o contrato do Master com o escritório de Viviane Barci de Moraes. ^[S27]

Outro trecho foi interpretado como tentativa de Vorcaro obter informação sobre operação policial iminente.

Há uma limitação probatória essencial: reportagens e manifestações oficiais registraram que as respostas do suposto interlocutor não foram recuperadas no conjunto divulgado. Moraes negou ter mantido diálogo com Vorcaro, contestou a interpretação do relatório e afirmou que não havia prova de que mensagens unilateralmente registradas pelo aparelho do banqueiro tivessem sido recebidas ou respondidas por ele.

O mérito dessas alegações não havia sido julgado pelo STF até o fechamento desta obra. Em 15 de setembro, o plenário discutia questão processual sobre reunião de petições quando pedido de vista suspendeu a análise; o próprio Supremo informou expressamente que o mérito não fora examinado. ^[S27]

Portanto, o fato estabelecido é a existência do relatório e da crise institucional que ele provocou. A responsabilidade de Moraes permanece questão aberta.

André Mendonça e a guerra dos relatórios

André Mendonça assumiu a relatoria de parte relevante do Caso Master depois de mudanças de competência no Supremo. Em setembro de 2026, decisões de levantar sigilo de relatórios produziram confronto aberto dentro da Corte.

Moraes acusou Mendonça de condução direcionada e pediu investigação. A Procuradoria-Geral da República questionou a regularidade de relatório parcial que avançaria sobre ministro do STF sem comunicação prévia adequada ao colegiado. Mendonça rejeitou acusações de motivação política.

Nesse estágio, não existe base para transformar a disputa em conclusão sobre culpa de qualquer ministro. O episódio é, contudo, institucionalmente extraordinário: ministros da mais alta corte passaram a trocar acusações relacionadas à condução de investigação que já atingia sistema financeiro, Congresso e o próprio Judiciário.

O presidente Edson Fachin adotou medidas para submeter questões ao colegiado e ressaltou que providências processuais não antecipavam juízo de mérito. ^[S27]

O Caso Master já não era apenas uma investigação criminal. Tornara-se teste de governança do próprio Supremo.

Toffoli, impedimentos e suspeições: o que significam

Em processos de alta sensibilidade, impedimento e suspeição existem para proteger imparcialidade. Declarar-se impedido ou suspeito não equivale a admitir crime.

No curso do Caso Master, Dias Toffoli deixou a relatoria de partes da investigação após controvérsias sobre relações apontadas publicamente. Em setembro, ele voltou a declarar suspeição em julgamento específico. Kassio Nunes Marques também se declarou impedido em questão relacionada às petições então analisadas, apresentando razão ligada ao contexto eleitoral e à sua função no TSE. ^[S28]

Esses atos devem ser lidos pelo que juridicamente são: mecanismos de afastamento do julgador de determinado caso.

O erro sensacionalista seria escrever “ministro se afastou porque estava envolvido”. O correto é registrar os fatos que motivaram controvérsia, a declaração formal e, quando existir, a explicação dada pelo próprio ministro.

Capítulo 11 — A economia da influência: pagamentos, redes de relacionamento e captura regulatória

A lista de pagamentos e o mercado da influência legítima

Os documentos fiscais do Master revelaram pagamentos milionários a consultores, advogados e figuras com longa trajetória pública. Henrique Meirelles, Guido Mantega, Michel Temer, Marconi Perillo, Ricardo Lewandowski e outros nomes apareceram em reportagens sobre serviços contratados.

[549]

Em uma democracia, ex-autoridades podem trabalhar no setor privado. Experiência regulatória, econômica e jurídica tem valor de mercado. Um ex-presidente do Banco Central pode prestar consultoria. Um ex-ministro pode aconselhar empresa. Um advogado que ocupou cargo público pode voltar à advocacia, observadas quarentenas e regras específicas.

O fato de valores serem elevados também não prova ilicitude. Grandes bancos gastam milhões em assessoria jurídica e estratégica.

A razão para incluir o tema é outra: o caso revela o preço econômico do acesso e da reputação. Uma instituição em expansão cercou-se de pessoas capazes de abrir portas, interpretar Brasília e transmitir credibilidade.

A investigação criminal só atravessa essa fronteira quando existe evidência de que o pagamento não remunerava serviço real ou servia para comprar decisão pública.

Sem essa prova, a descrição correta é contrato ou pagamento, não propina.

Uma rede não é automaticamente uma organização criminosa

Diagramas de “teias de poder” vendem jornais e livros porque transformam dezenas de nomes em uma imagem simples. Um círculo no centro, linhas saindo para políticos, magistrados, consultores e empresários. Visualmente, parece uma organização.

Juridicamente, porém, uma rede de relações não é uma organização criminosa. A Lei 12.850 exige elementos específicos de associação estruturada para obtenção de vantagem por infrações penais.

Um banqueiro pode conhecer cem autoridades sem que nenhuma participe de crime. Um contrato pode ser legítimo. Uma viagem pode ser social. Um jantar pode ser irrelevante.

A metodologia correta é trabalhar por transação e por ato. Quem pagou? Quem recebeu? Qual justificativa? Qual decisão ocorreu? Há mensagens de contrapartida? Houve ocultação? O beneficiário tinha poder funcional relacionado?

O Caso Master é politicamente explosivo justamente porque mistura relações claramente documentadas com suspeitas criminais ainda sob prova. Separá-las não enfraquece o livro. Permite identificar onde está o verdadeiro escândalo.

O Banco Central entre fiscal e investigado

O Banco Central aparece no Caso Master em duas posições diferentes. Como instituição, foi o órgão que identificou inconsistências, rejeitou a venda ao BRB, comunicou ilícitos ao Ministério Público e decretou a liquidação. ^{[S01][S02]}

Ao mesmo tempo, investigações de 2026 passaram a examinar a conduta individual de servidores e ex-

dirigentes relacionados à supervisão. Reportagens da Reuters em março mencionaram apurações sobre Paulo Sérgio Neves de Souza e Belline Santana, envolvendo suspeitas de aconselhamento indevido e vantagens. ^[S39]

A existência de servidores investigados não significa que o Banco Central, como instituição, participou de fraude. Na verdade, atos oficiais demonstram conflito entre a supervisão e o Master em momentos decisivos.

A pergunta mais difícil é se indivíduos com acesso privilegiado ajudaram a instituição supervisionada a antecipar ações, contornar exigências ou obter tratamento indevido.

Vorcaro negou ter oferecido vantagens ilícitas a servidores e sustentou que contatos tinham natureza institucional, ligados ao acompanhamento regulatório do banco. Essa versão precisa ser confrontada com provas de transferências, imóveis, projetos, mensagens e atos administrativos.

Supervisão bancária: ver tudo é impossível, ignorar sinais é inadmissível

O Banco Central não audita diariamente cada contrato de cada banco. Supervisão funciona por dados, indicadores, inspeções, modelos de risco e demandas específicas. A responsabilidade primária pelo balanço continua sendo da administração da instituição.

Quando um banco cresce rapidamente, capta a taxas elevadas e acumula ativos complexos, o perfil de risco deveria produzir atenção crescente. O desafio é distinguir inovação agressiva de deterioração.

O caso Master oferece matéria para revisar como o regulador monitora funding coberto pelo FGC, concentrações em ativos ilíquidos, cessões entre instituições e dependência de avaliações internas.

O fato de o Banco Central ter finalmente barrado a aquisição e liquidado o banco mostra atuação. A discussão pública legítima é se poderia ter agido antes e com quais instrumentos.

Essa pergunta deve ser respondida com linha do tempo, não com retrospectiva fácil.

O risco de captura regulatória

Captura regulatória ocorre quando o órgão criado para supervisionar um setor passa a agir excessivamente em favor dos interesses regulados. Pode resultar de corrupção, relações pessoais, porta giratória, assimetria de informação ou dependência intelectual.

Não é necessário um envelope de dinheiro para existir captura. Às vezes o regulado simplesmente domina a informação e consegue convencer o supervisor de que seus problemas são temporários.

Mas alegar captura é grave. No Caso Master, investigações sobre indivíduos do entorno regulatório justificam examinar a hipótese sem concluir que o Banco Central foi capturado institucionalmente.

Uma arquitetura saudável exige rotação de equipes, documentação de reuniões, regras de conflito, revisão independente e rastreabilidade de decisões prudenciais.

Capítulo 12 — Do Congresso ao Código Penal: gestão fraudulenta, corrupção e lavagem de dinheiro

O Congresso tentou investigar — e terminou sem relatório final

Em 2026, uma comissão parlamentar produziu material extenso sobre o Master dentro de investigação mais ampla. Um relatório proposto descrevia o caso em termos muito duros e compilava dados sobre crescimento, relações e possíveis irregularidades. ^[S37]

Mas há um detalhe indispensável: a proposta foi rejeitada por seis votos a quatro. A comissão encerrou seus trabalhos sem adotar aquele texto como relatório final. ^[S38]

Logo, frases do documento não podem ser apresentadas como “conclusão do Senado”. São conclusões do relator ou de uma proposta derrotada.

Essa distinção é um bom teste de honestidade editorial. Um livro sensacionalista poderia citar apenas as páginas mais explosivas e esconder a rejeição. Este

livro faz o contrário: usa o material como fonte documental e registra seu peso institucional real.

Quando o processo vira parte do escândalo

Investigações de grande repercussão não são julgadas apenas pelo que descobrem, mas por como descobrem. Competência, sigilo, distribuição, impedimento, cadeia de custódia e contraditório se tornam parte da narrativa.

Em setembro de 2026, o Caso Master produziu uma crise aberta no Supremo sobre relatórios, acesso a provas, supostas mensagens e competência para investigar membros da própria Corte. ^{[S27][S28]}

Esse conflito pode produzir duas consequências opostas. Uma investigação mal conduzida pode invalidar provas importantes. Uma reação corporativa excessiva pode impedir escrutínio legítimo. O desafio institucional é permitir apuração sem atropelar garantias.

O Estado de Direito não exige escolher entre combater corrupção e respeitar processo. Exige fazer os dois ao mesmo tempo.

Gestão fraudulenta: a acusação que atinge o coração de um banco

A Lei 7.492 de 1986 define crimes contra o Sistema Financeiro Nacional. Entre eles está a gestão fraudulenta de instituição financeira, uma das figuras mais graves quando a administração de um banco é usada como instrumento de fraude. ^[556]

A expressão parece intuitiva, mas sua aplicação depende de fatos específicos. Não basta que um administrador tome decisão ruim ou que o banco quebre. Risco, erro de crédito e prejuízo fazem parte da atividade financeira. A fronteira penal está no caráter fraudulento da gestão.

Se administradores conhecem a inexistência de ativos, manipulam registros, simulam operações ou usam a instituição para produzir aparência enganosa, a discussão muda de risco empresarial para possível crime.

No Caso Master, relatórios policiais descrevem práticas que, em tese, podem se encaixar em tipos da Lei 7.492. A qualificação final dependerá de denúncia, defesa, prova e julgamento.

Essa cautela não é preciosismo. Uma condenação por gestão fraudulenta exige responsabilidade individual. O fato de alguém ter cargo elevado não significa automaticamente que conhecia toda operação. Por outro lado, quanto maior o poder decisório e a proximidade com fatos relevantes, mais difícil pode ser sustentar desconhecimento absoluto se documentos demonstrarem participação.

Gestão temerária não é sinônimo de gestão fraudulenta

A mesma Lei 7.492 distingue gestão fraudulenta de gestão temerária. A primeira envolve fraude; a segunda, administração imprudentemente arriscada em nível penalmente relevante.

Essa diferença é fundamental para um caso em que havia ativos de alto risco, funding caro e crescimento acelerado. Uma estratégia agressiva pode ser péssima sem ser fraudulenta. Um banco pode apostar em ativos ilíquidos, sofrer choque de mercado e quebrar honestamente.

A investigação criminal precisa demonstrar além do fracasso econômico.

No Master, a existência de ativos que o Banco Central descreveu como insubsistentes adiciona um elemento que vai além de mera tomada de risco. ^[502] Mas a individualização de quem criou, conheceu ou aprovou cada operação continua necessária.

Corrupção ativa e passiva: onde nasce a troca ilícita

O Código Penal brasileiro trata corrupção passiva no artigo 317: solicitar ou receber vantagem indevida em razão da função pública, ou aceitar promessa dessa vantagem. A corrupção ativa, no artigo 333, pune oferecer ou prometer vantagem indevida a funcionário público para determiná-lo a praticar, omitir ou retardar ato de ofício. ^[557]

A essência é a troca entre vantagem e função pública. Por isso, amizade com empresário não é corrupção. Doação lícita, contratação verdadeira e participação em evento também não são automaticamente corrupção.

Em investigações como a do Master, três elementos ganham importância: benefício, ato funcional e nexo entre ambos.

O benefício pode ser dinheiro, viagem, imóvel, pagamento de despesas, contrato fictício ou vantagem destinada a terceiro. O ato pode ser emenda legislativa, decisão administrativa, vazamento, intervenção regulatória ou qualquer conduta ligada à função. O nexo é o vínculo entre as duas coisas.

Sem nexo, existe proximidade. Com nexo comprovado, pode existir corrupção.

É por isso que mensagens do tipo “ele recebeu” precisam ser cruzadas com extratos e atos. E por que um contrato real, com trabalho efetivamente prestado e preço justificável, não pode ser rotulado como propina apenas por envolver pessoa politicamente conectada.

PARTE IV — DIREITO, CONTABILIDADE E A PROVA DO ESCÂNDALO

Capítulo 13 — A arquitetura jurídica do caso: organização criminosa, Lei Anticorrupção e liquidação

Lavagem de dinheiro: esconder a origem, destino ou proprietário

A lavagem de dinheiro procura dar aparência lícita a recursos de origem criminosa ou ocultar aspectos essenciais de sua movimentação. A legislação brasileira permite investigar estruturas que usam empresas, fundos, imóveis, contratos simulados e múltiplas transferências para dificultar rastreamento.

[558]

Em grandes casos financeiros, a lavagem costuma ser menos cinematográfica do que malas de dinheiro. Pode ocorrer por aquisição de ativos, operações entre empresas, notas fiscais sem substância, empréstimos simulados ou fundos com estruturas opacas.

Mas complexidade societária não é lavagem por definição. Fundos e holdings têm usos legítimos. O elemento relevante é a função da estrutura: ela serviu para esconder produto de crime ou seu beneficiário?

No Master, investigações sobre redes de pagamentos e estruturas empresariais ainda precisam ser julgadas. O livro registra hipóteses oficiais sem converter cada sociedade ligada ao grupo em veículo criminoso.

Organização criminosa e divisão de tarefas

A Lei 12.850 considera organização criminosa a associação de quatro ou mais pessoas estruturalmente ordenada, com divisão de tarefas, voltada à obtenção de vantagem mediante infrações penais nas condições legais. ^[559]

A lei é importante porque grandes fraudes bancárias dificilmente são executadas por uma única pessoa. Originar créditos, produzir documentos, aprovar operações, movimentar recursos e ocultar fluxos exige funções diferentes.

Ainda assim, trabalhar numa empresa investigada não transforma automaticamente funcionário em membro de organização criminosa. É necessário demonstrar adesão consciente ao propósito ilícito.

Essa diferença protege o funcionário que processou uma ordem sem saber da fraude e, ao mesmo tempo,

permite responsabilizar quem conscientemente cumpriu papel especializado na estrutura.

A Lei Anticorrupção e a responsabilidade das empresas

A Lei 12.846 de 2013 criou responsabilidade administrativa e civil de pessoas jurídicas por atos contra a administração pública. Entre as condutas previstas estão oferecer vantagem indevida a agente público, financiar atos ilícitos, usar interposta pessoa para ocultar beneficiários e dificultar investigação ou fiscalização. ^[560]

Ela não substitui o processo penal das pessoas físicas. Atua em outra dimensão: a empresa pode responder por atos praticados em seu interesse ou benefício.

Em um caso que envolve banco, consultorias e possíveis intermediários, a distinção entre responsabilidade da pessoa jurídica e de seus executivos é essencial.

Programas de compliance não são escudos automáticos. Um manual de integridade só tem valor se controles funcionam na prática e se a alta administração respeita seus limites.

Liquidação extrajudicial: a lei que entra quando o banco sai de cena

A Lei 6.024 de 1974 disciplina intervenção e liquidação extrajudicial de instituições financeiras. Ela autoriza o Banco Central a decretar liquidação, entre outras hipóteses, quando a situação econômica ou financeira estiver comprometida, houver graves violações normativas ou prejuízos capazes de sujeitar credores a risco anormal. ^[561]

A lei também prevê indisponibilidade de bens de administradores em determinadas condições e investigação para apurar causas e responsabilidades.

Esse regime explica por que a queda do Master não se parece com falência ordinária. O interesse protegido não é apenas dos acionistas e credores da empresa, mas do sistema financeiro.

Para quem deseja medir o “rombo”, a liquidação é também o laboratório definitivo. O liquidante precisa descobrir o que realmente existe no ativo, vender, cobrar, litigar e reconciliar passivos.

A verdade econômica de um banco aparece quando promessas contábeis são convertidas em dinheiro recuperado.

Indisponibilidade não é perda de propriedade definitiva

A Lei 6.024 prevê mecanismos severos sobre bens de administradores para assegurar eventual responsabilização. Medidas judiciais em investigações também podem bloquear patrimônio.

Na linguagem comum, “Justiça bloqueia R\$ 20 bilhões” soa como recuperação de R\$ 20 bilhões. Não é assim.

Primeiro, o valor da ordem pode ser um teto. Segundo, os bens encontrados podem valer menos. Terceiro, podem existir terceiros de boa-fé. Quarto, bloqueio é cautelar; confisco definitivo depende de decisão e base legal.

Por isso, este livro não soma indisponibilidades ao suposto prejuízo para criar manchete artificial.

Capítulo 14 — Quem responde pelo quê: administradores, banco público, contraditório e rastreamento do dinheiro

Responsabilidade dos administradores

Administradores bancários têm deveres fiduciários, regulatórios e prudenciais. Precisam agir com diligência, lealdade, controles adequados e atenção às normas do Conselho Monetário Nacional e Banco Central.

Em crises, a apuração tenta responder se o prejuízo decorreu de risco legítimo, negligência grave ou fraude. A responsabilidade pode envolver esfera civil, administrativa e penal.

Conselheiros também não são meras figuras decorativas. Precisam fiscalizar, questionar informações e registrar divergências quando necessário. Um conselho que apenas ratifica decisões executivas perde função de controle.

O Caso Master provavelmente produzirá jurisprudência relevante sobre o nível de diligência esperado em grupos financeiros que misturam ativos

bancários tradicionais, créditos estruturados, fundos e participações.

O direito do BRB: banco público, governança e patrimônio

O BRB é sociedade de economia mista controlada pelo Distrito Federal. Sua natureza acrescenta camadas de responsabilidade que não existiriam numa transação puramente privada.

Administradores precisam conciliar regras bancárias, legislação societária, governança de estatal e interesse econômico da companhia. Decisões de aquisição devem estar apoiadas em estudos, avaliações e processos de aprovação capazes de demonstrar racionalidade empresarial.

Se administradores agirem enganados por fraude de terceiro, o banco pode ser vítima. Se ignorarem deliberadamente alertas ou violarem deveres, podem surgir responsabilidades próprias. As duas hipóteses não são mutuamente exclusivas entre diferentes indivíduos.

A investigação precisa separar instituição, órgãos de governança e pessoas.

Contraditório: o detalhe que separa reportagem de panfleto

Uma acusação financeira complexa quase sempre parece perfeita antes de ser confrontada. O investigador possui mensagens, planilhas e narrativa. A defesa procura lacunas, contexto e explicações alternativas.

Contraditório não é obstáculo à verdade; é método para testá-la.

Por isso, este livro preserva as negativas de pessoas investigadas mesmo quando a evidência pública parece grave. O objetivo não é equilibrar artificialmente versões com pesos diferentes, mas registrar qual parte foi comprovada e qual ainda depende de julgamento.

A força de uma investigação jornalística está em sobreviver ao melhor argumento contrário.

Reconstruindo o balanço do zero

Quando há suspeita de fraude, confiar no balanço pronto é começar pelo fim. O perito reconstrói a instituição a partir de evidências primárias.

No caixa, confere extratos e posições de custódia. Nos créditos, testa contratos e recebimentos. Em participações, revisa valor e controle. Nos passivos, confirma com credores. Em receitas, verifica se nasceram de operações reais.

A equação contábil vira instrumento investigativo: toda origem precisa ter destino; toda despesa precisa ter causa; todo ativo precisa existir.

A reconstrução do Master exigirá anos porque o conglomerado envolvia grande volume de operações e entidades. O valor final recuperável provavelmente será diferente de qualquer número de manchete publicado durante a crise.

Follow the money: da captação ao beneficiário final

O método clássico “siga o dinheiro” começa na entrada. Um investidor compra CDB. O banco recebe recurso. Em qual conta ele entrou? Foi usado para comprar qual ativo? Esse ativo foi adquirido de quem? O vendedor transferiu para onde?

Em sistemas financeiros, a trilha pode atravessar dezenas de entidades, mas não desaparece facilmente.

Registros bancários, fiscais e societários criam pegadas.

Uma transação suspeita costuma revelar-se por inconsistência econômica: empresa sem estrutura recebe milhões por consultoria; ativo é vendido e recomprado em curto prazo com preços incompatíveis; dinheiro percorre várias sociedades e retorna ao grupo; pagamentos são fracionados sem razão operacional.

Nenhum sinal isolado prova crime. O conjunto pode demonstrar finalidade.

Capítulo 15 — Contabilidade forense: como auditores procuram ativos inexistentes, preços artificiais e serviços de fachada

Benford, outliers e por que estatística não condena ninguém

Ferramentas de auditoria usam análise de dados para localizar padrões anormais. Lei de Benford, distribuições de valores, horários de lançamentos, usuários que aprovam exceções e clusters de contrapartes podem revelar onde investigar.

Esses métodos são filtros, não provas. Uma distribuição incomum pode resultar do próprio produto. Um analista que aprovou muitas operações pode simplesmente ser responsável por uma carteira grande.

Em bases com milhões de registros, estatística reduz o oceano de dados a um conjunto de transações que merece leitura humana.

Teste de existência: o controle que não pode falhar

Se existe uma lição contábil acima de todas no caso das carteiras questionadas, é esta: antes de discutir valor, prove que o ativo existe.

Para crédito consignado, isso significa verificar devedor, contrato, liberação, autorização de desconto e fluxo. Uma carteira perfeitamente precificada vale zero se o devedor for fictício.

Em auditoria, existência deveria parecer banal. Fraudes históricas mostram justamente o contrário. Quanto mais sofisticado o sistema, maior a chance de as pessoas presumirem que alguém anterior na cadeia já verificou.

O controle falha quando todos confiam e ninguém confirma.

Valuation: quando o número depende de premissas

Depois de provar existência, surge a avaliação. Um crédito de R\$ 100 a receber em dez anos não vale R\$ 100 hoje. É preciso descontar risco e tempo.

Ativos ilíquidos são particularmente sensíveis à taxa de desconto. Pequenas mudanças na premissa podem alterar bilhões em uma carteira grande.

O perito deve perguntar quem escolheu a taxa, quais comparáveis foram usados e se cenários adversos foram testados. Avaliação independente não significa apenas contratar outro laudo; significa evitar que o interessado no maior preço controle as premissas.

O mapa das partes relacionadas

Em investigações de conglomerados, uma planilha de CNPJs pode ser mais reveladora do que centenas de páginas de depoimentos. Sócios, administradores, endereços, telefones e procuradores permitem construir grafo de relações.

Quando empresas supostamente independentes compartilham endereço, contador, procurador ou beneficiário final, a independência econômica precisa ser examinada.

O mesmo vale para fundos. O administrador formal não necessariamente é quem se beneficia economicamente das cotas.

O objetivo do mapa não é colorir todos os nós de vermelho. É identificar conexões que explicam transações.

Notas fiscais não provam serviço

Uma nota fiscal prova que alguém declarou uma operação. Não prova sozinha que consultoria ocorreu, que preço foi de mercado ou que entregável existiu.

Auditoria de serviços relevantes procura contrato, escopo, e-mails, relatórios, reuniões, horas, produtos entregues e resultado.

Esse procedimento é especialmente importante quando pagamentos alcançam pessoas politicamente expostas ou intermediários sem estrutura compatível.

Ao mesmo tempo, ausência de relatório formal não prova corrupção: alguns serviços estratégicos são prestados por reuniões e aconselhamento. A avaliação deve considerar natureza do contrato.

Capítulo 16 — Como medir um rombo: valor do dinheiro, recuperação, materialidade e metodologia de comparação

O custo do dinheiro no tempo

Quando manchetes dizem “R\$ 50 bilhões”, raramente perguntam quando. Um real hoje não vale o mesmo que um real daqui a dez anos.

A comparação entre prejuízos de escândalos de épocas diferentes exige corrigir inflação ou converter a valor presente e taxa de câmbio de forma transparente.

Esse detalhe será essencial na comparação internacional. Somar valores nominais de anos distintos e declarar um campeão mundial é metodologicamente fraco.

Perda bruta, perda líquida e recuperação

Suponha que um banco pague R\$ 10 bilhões por ativos inválidos. Essa é exposição bruta. Depois recupera R\$ 4 bilhões por substituições e garantias. A perda econômica pode cair para R\$ 6 bilhões. Em seguida, ações judiciais recuperam mais R\$ 2 bilhões. O

prejuízo final se aproxima de R\$ 4 bilhões, antes de custos e efeitos tributários.

O Caso Master ainda está nesse processo de descoberta.

Por isso, números devem vir com sobrenome: “garantias estimadas”, “ativos questionados”, “bloqueios”, “valor contratual”, “pagamentos identificados”, “prejuízo estimado”.

A palavra “roubado” só deve aparecer onde houver evidência de apropriação criminosa do valor específico.

Materialidade: bilhões escondem milhões e milhões escondem decisões

Em um caso de dezenas de bilhões, R\$ 2 milhões pode parecer irrelevante. Juridicamente, pode ser o pagamento que demonstra nexo de corrupção. Já um ativo de R\$ 2 bilhões pode ser legítimo e não ter valor probatório criminal.

Materialidade contábil e relevância penal não são a mesma coisa.

O investigador precisa enxergar os dois níveis: macro para medir impacto e micro para provar conduta.

O relatório forense ideal

Um relatório forense robusto deve permitir que outro especialista reproduza a conclusão. Para cada achado, identifica fonte, procedimento, limitação e resultado.

Em tema politicamente explosivo, transparência metodológica é defesa contra acusações de seletividade. Se o critério é “pagamento a autoridade”, ele deve valer para governo e oposição. Se o critério é “contrato sem entregável”, deve ser aplicado a todos.

A investigação que escolhe conclusão antes da evidência vira propaganda.

Antes de fazer um ranking, escolha a régua

A pergunta da capa parece simples e não é. “Maior esquema de corrupção do mundo” pode significar maior volume de propina, maior fraude financeira, maior prejuízo a investidores, maior impacto fiscal, maior número de agentes públicos, maior duração ou maior alcance internacional.

Cada critério produz um resultado diferente.

O Master já está entre os maiores episódios financeiros recentes do Brasil pelo volume de garantias mobilizadas e pelos bilhões envolvidos em carteiras questionadas. Isso é mensurável. Mas o valor de corrupção pública efetivamente comprovada é outra grandeza e ainda está em construção processual.

Um ranking honesto precisa, portanto, separar pelo menos cinco colunas: dinheiro movimentado pelo caso; fraude ou desvio comprovado; propina comprovada; prejuízo líquido; recuperação posterior.

Se alguém soma R\$ 51,7 bilhões de garantias do FGC com R\$ 17 bilhões de operações BRB-Master e chama o total de “R\$ 68,7 bilhões roubados”, pratica erro básico. Parte dessas grandezas se sobrepõe e nenhuma representa automaticamente apropriação criminosa.

O sensacionalismo mais poderoso não precisa mentir. Basta mostrar que, mesmo depois de descontadas as confusões, os números permanecem extraordinários.

PARTE V — O TAMANHO DO CASO E O QUE ELE REVELA

Capítulo 17 — Os gigantes mundiais: 1MDB, Odebrecht, Siemens, Petrobras e Madoff

1MDB: bilhões desviados de um fundo estatal

O escândalo 1Malaysia Development Berhad tornou-se referência mundial porque combinou fundo estatal, altas autoridades, bancos globais, empresas offshore, obras de arte, imóveis, iates e cinema.

O Departamento de Justiça dos Estados Unidos afirmou que mais de US\$ 4,5 bilhões foram desviados do 1MDB entre 2009 e 2015 por autoridades e associados, com lavagem internacional de recursos. ^[542]

A comparação com o Master revela diferença importante. No 1MDB, o valor de mais de US\$ 4,5 bilhões está associado pelas autoridades a recursos desviados do fundo. No Master, os R\$ 51,7 bilhões do FGC são garantias, não valor equivalente de desvio.

Isso torna inadequado converter cada número do Master em “roubo” apenas para superar 1MDB.

Por outro lado, se investigações brasileiras vierem a provar apropriação criminoso de parte muito grande das carteiras e pagamentos corruptos sistêmicos, a

comparação poderá mudar. O ponto é esperar que as categorias se tornem comparáveis.

Odebrecht: quando a propina virou sistema multinacional

A Odebrecht admitiu, em resolução internacional com autoridades dos Estados Unidos, Brasil e Suíça, pagamento de aproximadamente US\$ 788 milhões em propinas ligadas a projetos em diversos países. O Departamento de Justiça descreveu o acordo Odebrecht/Braskem, à época, como a maior resolução global de suborno estrangeiro. ^[543]

O caso teve uma característica que o Master ainda não demonstrou na mesma escala: uma estrutura de suborno internacional reconhecida em acordo, com registros e mecanismos internos destinados a pagamentos ilícitos.

Em um ranking de propina comprovada, esse dado é mais comparável do que volume de passivos garantidos por fundo.

O Master pode ser maior em outras dimensões — impacto sobre um mecanismo de garantia, crise institucional brasileira, exposição de um banco público

— sem necessariamente ser maior em suborno comprovado.

Siemens: milhares de pagamentos e uma infraestrutura de suborno

A Securities and Exchange Commission dos Estados Unidos descreveu no caso Siemens aproximadamente US\$ 1,4 bilhão em pagamentos usados para subornar autoridades em diferentes jurisdições. ^[544]

A quantidade de transações e países mostra como corrupção empresarial pode virar processo operacional. Não se trata de uma única mala ou de um único político, mas de sistema.

A comparação ensina outra coisa: “maior” não deve ser medido só pelo valor nominal. Uma rede que opera em dezenas de países tem alcance diferente de escândalo concentrado em uma jurisdição.

Petrobras e Lava Jato: bilhões em contratos, propinas e distorção contábil

A SEC afirmou que executivos da Petrobras e grandes fornecedores participaram de esquema de propinas e cartel que inflava contratos de infraestrutura em

bilhões de dólares. A autoridade estimou que registros contábeis vinculados ao esquema resultaram em sobreavaliação de ativos de aproximadamente US\$ 2,5 bilhões. ^[S62]

O Departamento de Justiça anunciou resolução envolvendo US\$ 853,2 milhões em penalidades relacionadas às violações anticorrupção. ^[S63]

Petrobras foi também reconhecida por autoridades brasileiras como vítima de pagamentos indevidos praticados por executivos e fornecedores, uma lembrança de que a pessoa jurídica pode simultaneamente sofrer dano e responder por falhas de controles ou divulgação em outras jurisdições.

A comparação com BRB é instrutiva. Uma instituição pode ser vítima de administradores ou terceiros sem que todos os seus empregados ou seu acionista controlador sejam participantes do esquema.

Madoff: fraude gigantesca não é automaticamente corrupção

Bernard Madoff comandou o que o Departamento de Justiça chamou de maior esquema Ponzi do mundo. O fundo de vítimas distribuiu mais de US\$ 4,3 bilhões e

alcançou recuperação próxima de 94% das perdas reconhecidas para dezenas de milhares de vítimas. ^[564]

O caso é útil porque mostra diferença entre fraude e corrupção. Madoff roubou investidores por meio de esquema financeiro; isso não torna o episódio, por definição, um caso de corrupção pública.

O título deste livro usa “corrupção” porque o Master passou a incluir investigações sobre agentes públicos e possíveis vantagens indevidas. Mas a maior parcela financeira conhecida até agora está ligada a banco, carteiras, garantias e perdas — não a propina comprovada.

Essa distinção impede comparação enganosa.

Capítulo 18 — O Master diante do mundo: como comparar escândalos sem fabricar um ranking

A tabela que desmonta a manchete e fortalece a história

A comparação internacional pode ser resumida assim:

Caso	Métrica pública relevante	Natureza principal	Status da métrica
Banco Master	R\$ 51,7 bi em garantias estimadas do FGC	crise bancária/fraudes sob investigação	garantia, não desvio
Master-BRB	~R\$ 12,2 bi em títulos considerados falsos pela PF	fraude financeira investigada	conclusão investigativa
1MDB	>US\$ 4,5 bi desviados	desvio/lavagem/ corrupção	afirmação oficial de autoridades
Odebrecht	~US\$ 788 mi em propinas	suborno multinacional	admitido em resolução internacional
Siemens	~US\$ 1,4 bi em pagamentos de suborno	corrupção multinacional	apurado em resolução regulatória
Petrobras/Lava Jato	bilhões em contratos inflados; ~US\$ 2,5 bi de sobreavaliação de ativos segundo SEC	corrupção, cartel e fraude contábil	conclusão regulatória
Madoff	bilhões em perdas de investidores	fraude Ponzi	condenação criminal

A tabela não oferece um campeão porque as métricas não são iguais.

Paradoxalmente, isso torna a história do Master mais interessante. O caso ainda está se movendo entre categorias. Começou como problema bancário, virou investigação de fraude, atingiu um banco público, passou a apurar corrupção e terminou por gerar conflito dentro do Supremo.

Então, pode ser o maior?

A resposta intelectualmente correta, em setembro de 2026, é: **pode vir a ocupar posição histórica extraordinária, mas ainda não há base para declarar que é o maior esquema de corrupção do mundo em métrica comparável.**

Isso não enfraquece a capa. A capa é uma pergunta que o livro testa.

Se o critério for impacto do FGC brasileiro, o caso é excepcional. Se for volume de créditos que a PF considera falsos numa operação com banco público, também é excepcional. Se for propina comprovada

globalmente, casos como Siemens e Odebrecht possuem valores e admissões mais claramente delimitados. Se for desvio comprovado de recursos públicos, 1MDB permanece referência de bilhões de dólares.

O Master ainda está escrevendo sua própria categoria.

O problema não é só um banco

Escândalos financeiros são confortáveis quando podem ser explicados por um vilão. O sistema preserva a própria autoestima: havia uma pessoa má, ela foi retirada, tudo voltou ao normal.

Casos bilionários raramente são tão simples.

Uma instituição capta porque distribuidores vendem seus títulos. Cresce porque reguladores permitem. Publica balanços porque sistemas e profissionais os produzem. Faz aquisições e cessões porque contrapartes aceitam. Contrata consultores porque existe mercado de influência legítima. Interage com política porque normas moldam seu negócio.

Quando tudo termina em liquidação e investigação criminal, a pergunta sistêmica é onde as barreiras permitiram acumular risco.

FGC com preço de risco

Uma reforma possível é tornar contribuições ao fundo e limites de captação mais sensíveis ao perfil de risco da instituição. Quanto mais agressivo o funding, mais caro seria expandir passivos garantidos.

A lógica se aproxima de seguros: motorista de maior risco paga prêmio maior. No sistema bancário, porém, calibrar isso é complexo porque uma cobrança excessiva pode estigmatizar banco e acelerar corrida.

O episódio Master fornece dados reais para simulações regulatórias futuras.

Plataformas de investimento e a ilusão do selo de segurança

A distribuição digital transformou CDB em produto de prateleira. O investidor vê percentual do CDI e cobertura do FGC, mas nem sempre compreende o risco do emissor.

Plataformas poderiam apresentar indicadores de concentração, capital, liquidez e dependência de funding de forma mais acessível. Transparência não substitui supervisão, mas reduz a ideia de que “FGC” significa risco zero.

Também é necessário evitar que publicidade transforme uma garantia limitada em argumento de venda de produtos incompatíveis com perfil do investidor.

Capítulo 19 — Como impedir o próximo Master: FGC, bancos públicos, conselhos, compliance e transparência

Banco público não pode comprar no escuro

Aquisições por instituições controladas pelo Estado exigem diligência reforçada. O incentivo político pode favorecer expansão, enquanto eventual perda se espalha por acionistas e sociedade.

Governança deveria exigir avaliações independentes, acesso amplo a dados, testes de carteira e registro de votos de conselheiros.

Alertas técnicos precisam ter consequência. Se diretoria decide superar parecer contrário, deve documentar fundamento e responsabilidade.

Conselhos que fazem perguntas desconfortáveis

Um bom conselho não existe para aplaudir crescimento. Existe para perguntar o que a administração prefere não responder.

Por que pagamos tanto para captar? Qual parcela do ativo não tem mercado? Quanto perdemos se

precatórios atrasarem cinco anos? Quantos contratos foram confirmados diretamente com clientes? Qual exposição existe a partes relacionadas? Qual é o pior cenário de liquidez por 30, 90 e 180 dias?

Perguntas simples, repetidas com disciplina, são mais eficazes que códigos de ética sofisticados.

O compliance que pode demitir o negócio

Compliance sem poder para interromper operação é decoração corporativa.

A função precisa ter acesso ao conselho, orçamento independente e proteção para profissionais que escalem problemas. Em uma transação bilionária, a pressão comercial é enorme. O controle só funciona se puder dizer “não” sem depender do executivo remunerado pelo fechamento.

Transparência de relações políticas

Empresas reguladas deveriam divulgar com maior clareza contratos relevantes com pessoas politicamente expostas, escritórios ligados a autoridades, consultores de relações governamentais e patrocínios de alto valor.

Transparência não criminaliza relação. Faz o oposto: permite distinguir contratação legítima de pagamento escondido.

Um registro claro de escopo, valor e entregáveis protege empresa, contratado e interesse público.

A porta giratória

Reguladores conhecem detalhes que o mercado valoriza. Quando deixam o serviço público, sua experiência pode valer fortunas. O setor, por sua vez, pode contratar pessoas que supervisionavam suas atividades.

Quarentenas e regras de conflito existem para reduzir risco de captura. O Caso Master reforça necessidade de documentação de contatos entre supervisionados e supervisores, especialmente durante processos sensíveis.

A solução não é impedir todo servidor de trabalhar no setor privado. É impedir que informação, influência ou promessa futura distorçam decisão presente.

Capítulo 20 — O que sabemos em 18 de setembro de 2026 — e o que ainda pode mudar tudo

O jornalismo como controle externo

Parte relevante dos fatos do Master tornou-se pública por reportagens baseadas em documentos judiciais, atos regulatórios e fontes. Jornalismo financeiro cumpre papel que auditor e regulador não substituem: conecta fatos de instituições diferentes e os apresenta à sociedade.

Mas o mesmo poder cria responsabilidade. Títulos imprecisos podem destruir reputações e contaminar processos.

A melhor reportagem distingue “PF diz”, “documento mostra”, “defesa nega” e “Justiça decidiu”. Essa gramática parece menos explosiva; na prática, produz credibilidade acumulada.

Justiça em tempo real e julgamento por feed

O Caso Master ocorreu num ambiente em que documentos sigilosos se tornam assunto nacional em minutos. Trechos de mensagens são publicados antes

que advogados leiam autos completos. Autoridades respondem nas redes. O mercado reage.

Essa velocidade pode ajudar transparência e também destruir contexto.

Um processo penal não pode ser decidido por engajamento. Ao mesmo tempo, segredo excessivo em tema de enorme interesse público alimenta suspeita de proteção.

O desafio é preservar investigações essenciais e abrir o máximo possível quando o sigilo deixa de ter função legítima.

O placar da evidência em 18 de setembro de 2026

Ao fechar este livro, algumas peças estão em terreno sólido.

O Banco Central liquidou o Master e registrou grave crise de liquidez, comprometimento econômico-financeiro e violações normativas. ^[S01]

O próprio BC afirmou que inconsistências em carteiras transferidas ao BRB levaram à demonstração da insubsistência dos ativos e a comunicações de ilícitos criminais ao MPF. ^[S02]

O FGC estimou R\$ 51,7 bilhões em garantias ligadas às instituições do conglomerado e aproximadamente R\$ 57,4 bilhões de impacto combinado de liquidações e assistência. ^[S05]

A PF, em relatório divulgado em setembro, concluiu que cerca de R\$ 12,2 bilhões de aproximadamente R\$ 17 bilhões em créditos adquiridos pelo BRB correspondiam a títulos falsos ou sem valor. ^[S33]

A CVM aplicou sanções administrativas em processo específico envolvendo operação fraudulenta no mercado de capitais, com possibilidade de recursos. ^[S29]

Também existem múltiplas investigações sobre possíveis vantagens a agentes públicos, contratos e relações de influência. Nessa parte, várias conclusões permanecem abertas e contestadas.

O que ainda não sabemos

Ainda não existe um número definitivo de prejuízo líquido do Caso Master.

Não existe valor consolidado de propina comprovada que permita ranking mundial.

Não existe sentença criminal definitiva para toda a arquitetura descrita nas investigações.

Não sabemos quanto a massa liquidanda recuperará.

Não sabemos quais acusações contra agentes públicos resultarão em denúncia, absolvição, arquivamento ou condenação.

Não sabemos até onde chegarão as consequências institucionais no BRB, Banco Central, Congresso e Supremo.

Um livro fechado em 2026 precisa aceitar essas lacunas.

O maior escândalo é a confiança perdida

A matemática pode um dia produzir um número final. R\$ 5 bilhões, R\$ 12 bilhões, R\$ 30 bilhões ou outra cifra. Ela será importante para credores, acionistas e tribunais.

Mas o custo mais difícil de medir é confiança.

O investidor precisa acreditar que um CDB representa dívida de banco supervisionado. Um banco comprador precisa acreditar que a carteira existe. O regulador precisa confiar nos dados enviados. O cidadão precisa

acreditar que autoridade não vende decisão. O juiz precisa ser percebido como imparcial. O jornalista precisa publicar sem ser intimidado.

O Caso Master atingiu simultaneamente todas essas relações.

É isso que torna a pergunta da capa menos absurda do que parecia no início. Talvez “maior” nunca possa ser provado com uma única tabela. Talvez o caso não supere 1MDB em desvio comprovado nem Odebrecht em propina internacional. Mas poucas crises financeiras brasileiras recentes atravessaram, ao mesmo tempo, banco privado, banco público, fundo garantidor, Banco Central, Polícia Federal, Congresso, partidos e Supremo com tamanho volume de dinheiro e tensão institucional.

A história, em setembro de 2026, não terminou.

A pergunta correta também não é apenas “quem roubou quanto?”. É outra, mais incômoda:

quantas instituições precisaram falhar — por erro, negligência, influência ou crime — para que o caso chegasse a esse tamanho?

Essa resposta determinará o verdadeiro lugar do Banco Master na história.

DOSSIÊ TÉCNICO I — LINHA DO TEMPO

DO BANCO E DO CASO

1974–2017 — A pré-história institucional

1974. É criada a Máxima Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, origem institucional que décadas depois daria lugar ao banco conhecido como Master.

[S12]

1990. O Banco Central autoriza a atuação como Banco Máxima. A instituição passa a carregar uma licença bancária que, no futuro, seria um ativo estratégico para novos controladores. [S12]

Décadas seguintes. O grupo atua em segmentos de crédito, mercado de capitais e negócios imobiliários. O histórico é importante porque o Master não surge de uma autorização recém-concedida, mas da transformação de uma instituição preexistente.

2018–2020 — A troca de controle e o início da reestruturação

2018. Novos acionistas assumem controle do Banco Máxima. Daniel Vorcaro emerge como figura central

no grupo que conduz a recapitalização e reposicionamento. ^[S12]

2019. A instituição avança em reestruturação operacional. Dados históricos de patrimônio mostram banco ainda muito menor do que se tornaria poucos anos depois. ^[S13]

2020. O grupo informa reforço de capital e ampliação de negócios, incluindo crédito consignado. A lógica de crescimento começa a acelerar. ^[S12]

2021–2023 — O salto de escala

2021. O banco amplia capital e reorganiza marcas e negócios. O patrimônio líquido histórico passa de centenas de milhões para patamares progressivamente maiores. ^{[S12][S13]}

2022. Novas capitalizações elevam a capacidade de crescimento. O banco entra de forma mais agressiva em ativos estruturados e operações de maior complexidade. ^[S12]

2023. O grupo registra nova expansão de capital e resultado, enquanto sua presença no mercado de captação se torna mais visível. ^[S12]

2024 — O banco que parecia não parar de crescer

2024. O Master chega a patrimônio bilionário e apresenta demonstrações financeiras com resultado positivo. Dados históricos compilados a partir do IF.data mostram patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 4,4 bilhões em setembro de 2024, contra cerca de R\$ 152 milhões no fim de 2018.

[S13]

Instrumentos de captação também crescem. Notas às demonstrações publicadas registram letras financeiras e instrumentos subordinados com valores significativamente superiores aos anos anteriores e remunerações elevadas em certos produtos. [S11]

O grupo incorpora ou se associa a outras operações, ampliando sua estrutura empresarial. [S12]

Primeiro semestre de 2025 — A busca por uma solução

28 de março. BRB anuncia acordo para adquirir controle do Banco Master, sujeito a aprovações. A estrutura publicada prevê 49% das ações ordinárias e

100% das preferenciais, equivalentes a 58% do capital total. ^[S07]

Abril. Reportagens da Reuters descrevem discussões para venda de ativos como precatórios e participações privadas, avaliados em faixa ampla, e destacam crescimento do banco apoiado em dívida de alta remuneração. ^[S14]

Maior. FGC estrutura operação de assistência para permitir pagamento de instrumentos cobertos enquanto a potencial transação com o BRB passa por análise. Novas emissões cobertas no contexto do suporte ficam limitadas a 100% do CDI. ^[S05]

Segundo semestre de 2025 — A porta se fecha

3 de setembro. Banco Central rejeita a aquisição do Master pelo BRB. ^{[S09][S51]}

Setembro–novembro. Alternativas de reestruturação são discutidas enquanto a liquidez permanece sob pressão. Reportagens indicam desenho reduzido da potencial transação e exclusão de parcela relevante dos ativos. ^[S10]

18 de novembro. Banco Central decreta liquidação extrajudicial do Banco Master e de outras empresas do conglomerado, citando grave crise de liquidez, comprometimento econômico-financeiro e graves violações normativas. ^{[S01][S03]}

No mesmo dia, a PF deflagra a primeira fase da Operação Compliance Zero. Daniel Vorcaro e outros investigados são presos; dirigentes do BRB são atingidos por medidas. ^[S16]

Fim de novembro. Vorcaro obtém liberdade com medidas cautelares em decisão judicial. ^[S53]

2026 — O caso deixa o sistema financeiro e invade todas as instituições

Janeiro. Depoimentos relacionados à negociação BRB-Master são colhidos sob supervisão judicial.

Fevereiro. O STF autoriza procedimentos de perícia em grande quantidade de dispositivos eletrônicos apreendidos. ^[S18]

Março. Vorcaro é novamente preso preventivamente em nova etapa da investigação. O STF registra fundamento relacionado a risco de interferência. ^{[S17][S54]}

Investigações passam a examinar também condutas de pessoas ligadas à supervisão bancária. [S39]

Abril. Documentos fiscais apresentados em investigação parlamentar revelam pagamentos do Master a consultores e escritórios ligados a figuras públicas de diversas correntes. Os citados afirmam prestação de serviços legítimos. [S49]

Uma proposta de relatório parlamentar com acusações duras é rejeitada por seis votos a quatro; a comissão termina sem adotar aquele texto como relatório final.

[S37][S38]

Maior. Quinta fase da Compliance Zero atinge Ciro Nogueira. A PF apresenta suspeitas de pagamentos e vantagens e relaciona a investigação a atuação legislativa. O senador nega ilícitos. [S19][S20]

A defesa de Vorcaro entrega proposta de colaboração; posteriormente, informações públicas indicam que a PF não a endossa naquele estágio. [S45]

Junho. Nona fase da operação atinge Jaques Wagner e outros alvos. A PF apura possíveis vantagens; Wagner nega e pede anulação das buscas. [S21][S22]

Julho. Décima fase apura possível campanha coordenada contra a credibilidade do Banco Central, intimidação de jornalistas, obtenção indevida de dados e interferência na investigação. ^[S35]

Agosto. Novos depoimentos e diligências aprofundam apurações sobre relações com agentes públicos e servidores.

Início de setembro. Relatórios parciais e material extraído do celular de Vorcaro passam a ser divulgados por decisões de levantamento de sigilo. O caso entra em crise institucional dentro do STF.

8 de setembro. CVM julga processo administrativo envolvendo Brazil Realty FII e aplica multas que, somadas, ultrapassam R\$ 200 milhões. Vorcaro e Banco Master estão entre os sancionados. Recursos permanecem possíveis. ^{[S29][S50]}

11–15 de setembro. Documentos sobre contrato do escritório Barci de Moraes, relatórios com mensagens atribuídas a Vorcaro e discussões sobre relatoria, suspeição e competência passam ao centro do debate.

^{[S26][S27][S28]}

13 de setembro. Reportagem baseada em relatório da PF torna pública conclusão investigativa de que o BRB transferiu cerca de R\$ 17 bilhões em compras de carteiras e aproximadamente R\$ 12,2 bilhões corresponderiam a títulos falsos ou sem valor. ^[533]

18 de setembro. O caso permanece aberto. A defesa de Vorkaro busca revisão de medidas cautelares; novas reportagens continuam revelando relações e mensagens. Nenhuma atualização posterior a esta data integra esta edição.

DOSSIÊ TÉCNICO II — O MAPA DOS BILHÕES

R\$ 57,4 bilhões — impacto agregado informado pelo FGC

Esse é um dos números mais impressionantes do caso. Segundo relatório do FGC, considerando garantias relacionadas às liquidações e operações de assistência, o impacto combinado sobre suas reservas foi estimado em aproximadamente R\$ 57,4 bilhões. ^[S05]

O que significa: desembolso ou impacto sobre a estrutura do fundo em razão da proteção a credores e do suporte financeiro.

O que não significa: R\$ 57,4 bilhões roubados, desviados ou pagos em propina.

R\$ 51,7 bilhões — garantias estimadas

Com Master, Master de Investimentos, Letsbank, Will Financeira e Banco Pleno, o FGC estimou aproximadamente R\$ 51,7 bilhões em garantias. ^[S05]

É um passivo protegido pelo mecanismo de garantia, sujeito a recuperação posterior na massa.

R\$ 49 bilhões — pagamentos a credores até abril de 2026

O FGC informou pagamento de aproximadamente R\$ 49 bilhões a quase 870 mil credores até abril. ^[S05]

Esse número demonstra velocidade e dimensão operacional da resposta.

R\$ 40,6 bilhões — primeira onda de garantias

A estimativa inicial para Master, Master de Investimentos e Letsbank era de aproximadamente R\$ 40,6 bilhões, envolvendo cerca de 800 mil credores. ^[S04]

R\$ 17 bilhões — operações de carteiras entre BRB e Master

Segundo relatório policial divulgado em setembro de 2026, o BRB transferiu cerca de R\$ 17 bilhões ao Master no contexto de aquisições de carteiras. ^[S33]

R\$ 12,2 bilhões — títulos classificados pela PF como falsos

A investigação concluiu que aproximadamente R\$ 12,2 bilhões das carteiras adquiridas pelo BRB correspondiam a títulos falsos ou sem valor econômico, sobretudo CCBs vinculadas a créditos consignados que a PF considera inexistentes. ^[S33]

Esse número é **conclusão investigativa** e ainda está submetido ao processo judicial e ao contraditório.

R\$ 5 bilhões — estimativas de prejuízo após ajustes

Algumas reportagens baseadas em auditorias e investigações mencionam prejuízo estimado em torno de R\$ 5 bilhões para o BRB, depois de substituições, valores recuperáveis e outros ajustes. ^[S55]

Não deve ser confundido com o valor bruto de ativos questionados.

R\$ 108 milhões — valor nominal do contrato Barci de Moraes

O contrato assinado com o Banco Master previa R\$ 3 milhões mensais por 36 meses, total nominal de R\$ 108 milhões. ^[S26]

O documento não demonstra por si só ilícito. O escritório afirmou prestação contratada e informou encerramento do vínculo com a liquidação.

Mais de R\$ 200 milhões — multas do processo CVM Brazil Realty

A CVM aplicou sanções administrativas que, somadas, ultrapassaram R\$ 200 milhões no processo específico julgado em setembro de 2026. ^[S29]

Esse valor é penalidade administrativa, não prejuízo do Master.

Regra de ouro do mapa

Não some esses números.

Eles medem coisas diferentes, alguns se sobrepõem e alguns são valores brutos. Um livro sério pode colocá-

los na mesma página; não pode colocá-los na mesma soma sem explicar a relação econômica.

DOSSIÊ TÉCNICO III — PERSONAGENS E INSTITUIÇÕES

Daniel Vorcaro

Empresário associado à transformação do Banco Máxima em Banco Master e principal figura privada do caso. A PF o coloca no centro de diversas hipóteses investigativas sobre fraudes financeiras e relações com agentes públicos. Foi preso em novembro de 2025, libertado com cautelares e novamente preso em março de 2026. Sua defesa contesta acusações e sustenta que diferentes contatos e operações tinham natureza legítima. ^{[S17][S53][S54]}

Banco Master

Instituição financeira originada do antigo Banco Máxima. Expandiu patrimônio, ativos e captação rapidamente a partir de 2018. Entrou em crise de liquidez, tentou transação com o BRB e foi liquidada pelo Banco Central em 18 de novembro de 2025. ^{[S01][S12]}

BRB

Banco de Brasília, controlado pelo Governo do Distrito Federal. Anunciou em março de 2025 aquisição de controle do Master, operação posteriormente rejeitada pelo Banco Central. Também adquiriu carteiras de crédito do Master que se tornaram núcleo de investigação. A atual gestão sustenta que o banco foi vítima de fraude e colaborou com autoridades.

Banco Central do Brasil

Supervisor do Sistema Financeiro Nacional. Identificou inconsistências em carteiras, rejeitou a aquisição pelo BRB, comunicou possíveis ilícitos ao MPF e decretou liquidação do Master. Investigações posteriores alcançaram condutas individuais de pessoas ligadas ao ambiente de supervisão; isso não equivale a imputação institucional contra o Banco Central. [S01][S02][S39]

Fundo Garantidor de Créditos

Entidade privada sem fins lucrativos integrante da arquitetura de estabilidade financeira. Honrou garantias de centenas de milhares de investidores e participou de operação de assistência antes da liquidação. ^{[S04][S05]}

Polícia Federal

Conduz a Operação Compliance Zero, que evoluiu de suspeitas de carteiras sem lastro para investigações de corrupção, lavagem, interferência e redes de influência. Suas conclusões em relatórios são elementos investigativos e não sentenças.

Comissão de Valores Mobiliários

Regulador do mercado de capitais. Mantém processos relacionados a participantes do ecossistema Master/Reag e proferiu, em setembro de 2026, decisão sancionadora em processo envolvendo Brazil Realty FII. ^{[S29][S31]}

Supremo Tribunal Federal

Tornou-se foro de medidas e apurações em razão da presença de autoridades com prerrogativa. Em 2026, o caso passou a produzir disputas internas sobre relatoria, competência, mensagens, suspeições e sigilos. ^{[S27][S28]}

Ministério Público Federal e Procuradoria-Geral da República

Recebem comunicações, analisam elementos de investigação, podem oferecer denúncias e se manifestam sobre legalidade de diligências. Em setembro de 2026, a PGR contestou aspectos procedimentais de relatórios sobre ministros do STF.

Ciro Nogueira

Senador investigado em fase da Compliance Zero. A PF afirma ter indícios de pagamentos e benefícios e relaciona suspeitas a atuação legislativa sobre o FGC.
Ciro nega recebimento ilícito e sustenta legitimidade de sua proposta. ^{[S19][S20]}

Jaques Wagner

Senador alvo de diligências em junho de 2026. A PF apura possível recebimento de vantagens, incluindo referência a apartamento. Wagner nega irregularidade e afirma não ter atuado em favor do Master. ^{[S21][S22]}

Flávio Bolsonaro

Senador citado em investigação sobre financiamento do projeto cinematográfico *Dark Horse*. A PF diz ter identificado pedido milionário de recursos a Vorcaro e pagamentos parciais; Flávio reconheceu tratativas por financiamento privado, mas nega ilícito. ^{[S24][S25]}

Alexandre de Moraes

Ministro do STF. A investigação divulgou relatório sobre mensagens que a PF atribui a Vorcaro e relaciona ao ministro. Moraes nega contato e irregularidades. Até o fechamento, o mérito da petição não havia sido decidido pelo plenário. ^[S27]

André Mendonça

Ministro do STF e relator de etapas relevantes da investigação. Decisões sobre sigilo e divulgação de relatórios desencadearam forte disputa institucional. Acusações de direcionamento contra sua atuação são contestadas por ele e permanecem sem conclusão definitiva.

Augusto Lima

Ex-sócio do Master apontado pela PF como personagem relevante na origem de carteiras questionadas e em outros eixos investigativos. Sua defesa nega fraude e destaca divergências de cronologia e vínculos. ^[55]

DOSSIÊ TÉCNICO IV — CINCO EXEMPLOS CONTÁBEIS PARA ENTENDER O CASO

Exemplo 1 — CDB de R\$ 100 mil

Um investidor aplica R\$ 100 mil em CDB. Para ele, existe um ativo financeiro. Para o banco, surge passivo de R\$ 100 mil.

Banco no momento da captação:

Débito: Caixa + R\$ 100.000

Crédito: CDB a pagar + R\$ 100.000

O banco agora precisa aplicar esse caixa com retorno suficiente para pagar juros, custos e capital.

Se o banco empresta os R\$ 100 mil a cliente legítimo:

Débito: Operações de crédito + R\$ 100.000

Crédito: Caixa - R\$ 100.000

O balanço continua equilibrado. O problema aparece se a operação de crédito registrada não existe.

Exemplo 2 — Carteira fictícia vendida por R\$ 1 bilhão

Imagine que Banco A registra R\$ 1 bilhão em créditos inexistentes e vende a carteira a Banco B.

Banco B entrega R\$ 1 bilhão em caixa e registra ativo de R\$ 1 bilhão. Banco A recebe caixa real.

Quando a fraude é descoberta, Banco B precisa reduzir o ativo. Se não houver recuperação, reconhece perda de até R\$ 1 bilhão. Se seu patrimônio era R\$ 3 bilhões, um terço pode desaparecer numa única operação.

Esse exemplo simplificado mostra por que a existência do crédito é anterior à discussão de inadimplência.

Exemplo 3 — Precatório de R\$ 100 milhões

Um crédito judicial de valor esperado de R\$ 100 milhões a receber em cinco anos não vale R\$ 100 milhões hoje. Com taxa de desconto hipotética de 12% ao ano, o valor presente seria significativamente menor.

Se o prazo se estender para dez anos, o valor cai ainda mais. Se o ente público antecipar pagamento, sobe.

Uma mudança de prazo pode alterar bilhões quando aplicada a carteira grande.

Exemplo 4 — FGC paga R\$ 200 mil ao investidor

Um banco é liquidado. O investidor possui CDB elegível de R\$ 200 mil. O FGC paga a garantia.

O investidor sai da relação imediata, mas o FGC passa a ser credor da massa nos termos aplicáveis. Se recuperar 70% no futuro, a perda econômica do fundo é diferente do desembolso inicial.

Por isso, “FGC pagou” e “FGC perdeu” não são sinônimos.

Exemplo 5 — Contrato de consultoria de R\$ 5 milhões

Empresa paga R\$ 5 milhões a consultor ligado a figura pública.

Cenário A: há contrato, equipe, estudos, reuniões, entregáveis e preço compatível. O pagamento pode ser plenamente legítimo.

Cenário B: não há entrega, empresa não tem estrutura, dinheiro é repassado a autoridade e mensagens

conectam valor a ato funcional. Surgem indícios de corrupção e lavagem.

O número é o mesmo. A substância muda tudo.

DOSSIÊ TÉCNICO V — PERGUNTAS QUE UM AUDITOR FARIA

1. Qual era a composição dos ativos líquidos do Master por mês entre 2023 e 2025?
2. Qual percentual do funding tinha vencimento inferior a 90 dias?
3. Quanto da captação estava coberto pelo FGC?
4. Qual era o custo médio ponderado de captação?
5. Qual era o retorno efetivamente realizado, em caixa, dos ativos ilíquidos?
6. Como eram avaliados precatórios e participações privadas?
7. Quem aprovava modelos de valuation?
8. Quais carteiras foram vendidas ao BRB e em quais datas?
9. Para cada carteira, quantos devedores foram confirmados externamente?
10. Quais alertas internos foram emitidos antes das compras?

11. Quem decidiu continuar operações depois desses alertas?
12. Quais ativos substituíram carteiras questionadas?
13. Quem avaliou os ativos substitutos?
14. Existiam partes relacionadas entre originadores, vendedores e beneficiários?
15. Quais pagamentos políticos possuíam contrato, nota e entregável?
16. Quais benefícios pessoais foram pagos por empresas ligadas a Vorcaro?
17. Houve ato funcional posterior relacionado ao pagador?
18. Quais servidores do regulador tinham contato fora de canais oficiais?
19. Que informações confidenciais poderiam ter sido vazadas?
20. Quanto da perda econômica já foi recuperado?

Essas perguntas demonstram que uma investigação financeira é menos sobre frases dramáticas e mais sobre reconciliações.

DOSSIÊ TÉCNICO VI — GLOSSÁRIO

FINANCEIRO E JURÍDICO

Ativo. Recurso econômico controlado pela entidade, do qual se espera benefício futuro.

Passivo. Obrigação presente. CDB emitido pelo banco é passivo do banco.

Patrimônio líquido. Diferença entre ativos e passivos, sujeita às regras contábeis aplicáveis.

Liquidez. Capacidade de pagar obrigações no vencimento.

Solvência. Capacidade econômica de ativos cobrirem passivos e perdas.

Funding. Fontes de recursos usadas para financiar ativos. Depósitos, CDBs e letras financeiras são exemplos.

CDB. Certificado de Depósito Bancário, título de captação emitido por banco.

FGC. Fundo Garantidor de Créditos, mecanismo privado de proteção a determinados créditos dentro de limites regulatórios.

CCB. Cédula de Crédito Bancário, título representativo de obrigação derivada de operação de crédito.

Cessão de crédito. Transferência de direito de receber determinado crédito para outro titular.

Lastro. Ativo, direito ou operação econômica que dá substância a determinada estrutura financeira.

Precatório. Ordem judicial de pagamento contra ente público, sujeita a regime constitucional e orçamentário.

Fair value. Medida contábil de valor justo segundo critérios aplicáveis.

Impairment. Redução reconhecida quando valor recuperável de ativo é inferior ao registrado.

Provisão de crédito. Reconhecimento de perda esperada ou risco associado a operações de crédito conforme normas aplicáveis.

Due diligence. Investigação técnica antes de aquisição, investimento ou transação relevante.

Parte relacionada. Pessoa ou entidade com relação de controle, influência ou proximidade definida pelas normas contábeis.

Liquidação extrajudicial. Regime administrativo para encerramento ordenado de instituição financeira, decretado pelo Banco Central nas hipóteses legais.

RAET. Regime de Administração Especial Temporária, instrumento de intervenção em instituição financeira sob condições legais.

Indisponibilidade. Restrição temporária à alienação ou movimentação de bens.

Sequestro. Medida judicial de constrição patrimonial vinculada a investigação ou processo.

Corrupção passiva. Solicitar ou receber vantagem indevida em razão da função pública, nos termos do Código Penal.

Corrupção ativa. Oferecer ou prometer vantagem indevida a funcionário público para influenciar ato funcional, nos termos legais.

Lavagem de dinheiro. Ocultação ou dissimulação da natureza, origem, localização, disposição,

movimentação ou propriedade de bens provenientes de infração penal, segundo a legislação.

Organização criminosa. Associação estruturada nos requisitos definidos pela Lei 12.850.

Delação ou colaboração premiada. Meio legal de obtenção de prova baseado em cooperação de investigado ou acusado, sujeito a requisitos e controle judicial.

Cadeia de custódia. Procedimentos para registrar preservação e manuseio de evidência.

Pessoa politicamente exposta. Pessoa que exerce ou exerceu função pública relevante, ou relacionada conforme normas de prevenção à lavagem, sujeita a diligência reforçada; o conceito não implica suspeita de crime.

Beneficiário final. Pessoa natural que, em última instância, possui ou controla entidade ou se beneficia de transação.

Materialidade. Relevância de uma informação ou distorção para decisão econômica; em auditoria, orienta profundidade de testes.

Conflito de interesses. Situação em que interesse privado pode interferir ou parecer interferir no exercício imparcial de dever profissional ou público.

DOSSIÊ TÉCNICO VII — COMO LER AS ACUSAÇÕES DESTE LIVRO

Sempre que encontrar a expressão “**a PF afirma**”, leia como conclusão ou hipótese de investigação sujeita a contraditório.

Quando o texto disser “**o Banco Central concluiu**”, trata-se de posição técnica ou administrativa do regulador dentro de sua competência.

Quando disser “**a CVM condenou administrativamente**”, significa decisão de processo administrativo sancionador, que pode estar sujeita a recurso e não equivale a condenação penal.

Quando disser “**a defesa nega**”, o livro registra contraponto relevante, sem presumir que a negativa seja verdadeira ou falsa.

Quando disser “**documento mostra**”, a afirmação se limita ao conteúdo documental, não necessariamente à verdade de tudo o que uma pessoa escreveu no documento.

Quando disser “**mensagem atribuída**”, existe questão sobre autoria, envio, recebimento, contexto ou validação que exige cautela.

Essa gramática é intencional. Ela permite narrar um caso em andamento sem falsificar o estágio jurídico.

DOSSIÊ TÉCNICO VIII — CHECKLIST PARA NÃO SER ENGANADO POR UM “ROMBO”

Quando você ler que um escândalo “custou R\$ X bilhões”, pergunte:

É fluxo ou estoque? Valor acumulado de ativos é diferente de dinheiro que saiu em um dia.

É bruto ou líquido? Houve recuperação, garantia ou ativo substituto?

É estimativa ou decisão? Auditoria preliminar pode mudar.

É prejuízo ou exposição? Uma exposição de R\$ 10 bilhões pode gerar perda de R\$ 2 bilhões.

É garantia paga ou perda final? O garantidor pode recuperar parte depois.

É dinheiro roubado ou contrato questionado? A palavra “roubo” pressupõe apropriação criminosa.

Há sobreposição? O mesmo R\$ 1 bilhão pode aparecer como carteira, bloqueio e garantia em diferentes manchetes.

Qual a data? Valores nominais de períodos distintos não são comparáveis sem ajuste.

Qual moeda? Converter dólares a câmbio atual pode distorcer fatos históricos.

Qual a fonte? Relatório policial, sentença, balanço, reportagem e fala política têm pesos diferentes.

DOSSIÊ TÉCNICO IX — UM MODELO PARA COMPARAR ESCÂNDALOS

Para comparar o Master com casos internacionais, use uma matriz de nove dimensões:

- 1. Valor de fraude financeira comprovada.** Quanto foi efetivamente obtido ou perdido por fraude?
- 2. Valor de propina comprovada.** Quanto foi pago como vantagem indevida a agentes públicos?
- 3. Recursos públicos diretamente atingidos.** O dinheiro veio de orçamento, empresa estatal, banco público ou fundo?
- 4. Número de jurisdições.** Quantos países foram afetados?
- 5. Número de agentes públicos.** Quantos foram formalmente acusados ou condenados?
- 6. Alcance institucional.** Executivo, Legislativo, Judiciário, reguladores, empresas estatais.
- 7. Duração.** Por quantos anos o esquema operou?
- 8. Recuperação.** Quanto foi recuperado e devolvido?

9. Status probatório. Investigação, denúncia, julgamento, acordo, condenação definitiva.

O Master pontua alto em escala financeira e alcance institucional. A pontuação em corrupção pública comprovada ainda não pode ser fechada.

DOSSIÊ TÉCNICO X — O QUE UMA SEGUNDA EDIÇÃO PRECISARÁ ATUALIZAR

Uma edição futura deste livro deverá revisar pelo menos dez itens:

1. Resultado final das investigações sobre carteiras BRB-Master.
2. Valor final do prejuízo econômico do BRB.
3. Recuperação da massa liquidanda e do FGC.
4. Recursos contra decisões da CVM.
5. Denúncias criminais eventualmente oferecidas pela PGR ou MPF.
6. Julgamentos sobre agentes públicos citados.
7. Situação processual de Daniel Vorcharo e outros executivos.
8. Responsabilidade de administradores e conselheiros.
9. Reformas regulatórias aprovadas em resposta ao caso.
10. Novas evidências oriundas de perícias digitais.

O leitor deve encarar esta edição como fotografia detalhada de um terremoto enquanto algumas placas ainda se movem.

CADERNO DE FECHAMENTO — 18 DE SETEMBRO DE 2026

Novas relações reveladas e a regra contra culpa por proximidade

No próprio dia de fechamento desta edição, novas reportagens baseadas no material extraído do celular de Daniel Vorcaro continuavam ampliando a lista de autoridades e pessoas influentes que tiveram algum tipo de contato com o banqueiro. A velocidade das revelações reforça a necessidade de distinguir relação social, contratação profissional, menção unilateral e possível ato ilícito.

Reportagem da *Folha de S.Paulo* publicada em 18 de setembro descreveu mensagens relacionadas ao ministro do Superior Tribunal de Justiça Benedito Gonçalves, atual corregedor do Conselho Nacional de Justiça. O material indicaria encontros e eventos sociais com Vorcaro, incluindo evento em Londres. A existência dessas interações, mesmo quando confirmada documentalmente, não demonstra por si só decisão judicial comprada ou qualquer crime. ^[S65]

Outra reportagem do mesmo dia mostrou registros de um encontro social em Londres no qual o procurador-geral da República, Paulo Gonet, esteve em ambiente também frequentado por Vorkaro. A PGR afirmou que o encontro foi breve e banal e que não havia investigação contra o banqueiro naquele momento. A própria reportagem registrou não haver, até então, elementos indicando ato ilícito de Gonet. ^[S66]

A relevância jornalística está na transparência e no potencial conflito, não numa imputação automática. Autoridades de Brasília frequentam eventos com empresários; criminalizar convívio social sem nexo com ato funcional seria destruir a diferença entre acesso e corrupção.

Também vieram a público mensagens sobre relação de Vorkaro com Rodrigo Fux, advogado e filho do ministro Luiz Fux. Reportagens descrevem contatos recorrentes e reuniões, enquanto a assessoria de Rodrigo Fux negou vínculo profissional ou advocacia para Vorkaro e empresas relacionadas. ^[S67]

No entorno de Gilmar Mendes, reportagem publicada em 18 de setembro tratou da contratação de Francisco

Feitosa, ex-cunhado do ministro, por interesses ligados a Vorcaro durante período em que havia temas de educação superior em debate. Feitosa negou ter atuado para aproximar Vorcaro do ministro; Gilmar afirmou não ter discutido assuntos do Ministério da Educação com os envolvidos e reportagens registraram voto contrário a interesses associados a Vorcaro em tema levado ao STF. ^[568]

Esses quatro exemplos são úteis para demonstrar um risco metodológico: quanto maior o acervo de mensagens de uma pessoa extremamente conectada, maior o número de nomes que aparecerá. A presença no telefone não é um tipo penal.

Para transformar relação em evidência de corrupção, é necessário encontrar vantagem indevida, ato funcional e nexos. Para transformar contratação em tráfico de influência, é necessário demonstrar que alguém vendeu ou alegou vender influência sobre agente público nas condições legais. Para transformar evento social em conflito relevante, é necessário examinar quem pagou, qual era o dever funcional e se houve decisão relacionada.

O fechamento editorial desta obra congela os fatos às 23h59 de 18 de setembro de 2026. Novas revelações posteriores pertencem a uma futura edição.

O pedido de liberdade de Vorcaro no dia do fechamento

Também em 18 de setembro, a defesa de Daniel Vorcaro apresentou novo movimento para questionar a manutenção da prisão preventiva. Os advogados sustentaram necessidade de revisão periódica da cautelar e argumentaram que o cenário processual do STF não poderia justificar prisão indefinida. ^[S69]

A defesa também voltou a criticar o que considera julgamento antecipado pela opinião pública e divulgação de mensagens fora de contexto. ^[S70]

Esses argumentos não anulam fundamentos anteriores das decisões que decretaram e mantiveram a prisão. Representam a disputa jurídica normal sobre necessidade, proporcionalidade e contemporaneidade de medida cautelar.

A data é simbólica: enquanto o livro fecha, o caso continua produzindo petições, relatórios, revelações e

decisões. Qualquer narrativa que use o presente do indicativo para tudo estará velha no dia seguinte.

CADERNOS ESPECIAIS DE INVESTIGAÇÃO

Caderno 1 — Como um banco cresce vinte vezes sem parecer quebrado

Crescimento bancário não exige que o cofre esteja cheio de dinheiro próprio. Esse é o primeiro ponto que confunde quem observa uma instituição de fora. Um banco expande seu balanço captando recursos de terceiros e aplicando-os em ativos. Se consegue captar R\$ 1 bilhão adicional, pode aumentar ativos em valor semelhante sem que os acionistas coloquem R\$ 1 bilhão novo. O capital próprio funciona como almofada de perdas, não como fonte exclusiva de cada empréstimo.

Esse mecanismo permite crescimento extraordinário quando três condições se combinam: acesso barato ou abundante a funding, capacidade de originar ou comprar ativos e capital regulatório suficiente para suportar o risco ponderado.

No Master, o funding não era necessariamente barato; em muitos produtos, o atrativo era justamente remuneração elevada. A abundância vinha da distribuição. Plataformas de investimento permitiam que centenas de milhares de investidores encontrassem CDBs de banco menor com taxas superiores às de grandes instituições. A cobertura do FGC, dentro de limites, reduzia a preocupação individual com risco de crédito do emissor.

Imagine uma sequência simplificada. O banco capta R\$ 5 bilhões. Investe em carteiras, títulos e créditos com rendimento esperado superior. O crescimento melhora receita e aumenta visibilidade. Com mais patrimônio e resultados, pode captar mais. Aquisições acrescentam novas operações. Se o mercado acredita no modelo, a própria expansão cria aparência de robustez.

Nada disso é ilegal. Bancos de nicho em todo o mundo cresceram captando acima do mercado e aplicando em ativos especializados. O problema nasce se a qualidade do ativo não acompanha o passivo.

Há um efeito de composição que merece atenção. Suponha que o banco tenha R\$ 10 bilhões em ativos dos quais 95% são bons. Um problema em 5% representa R\$ 500 milhões. Se o banco cresce para R\$ 80 bilhões e mantém formalmente a mesma taxa de 5% de problemas, a perda potencial sobe para R\$ 4 bilhões. Controles que toleravam erros de milhões passam a precisar impedir erros de bilhões.

Agora acrescente iliquidez. Se 40% dos ativos não têm mercado ativo, o banco precisa financiar esse estoque por prazo compatível. Se captações vencem antes, ele precisa renovar constantemente. A instituição pode apresentar lucro e patrimônio positivos e, ainda assim, ficar vulnerável a qualquer interrupção da rolagem.

Por isso, a trajetória de crescimento do Master precisa ser lida em quatro gráficos simultâneos: ativos totais, patrimônio líquido, funding e liquidez imediata. Um único gráfico de lucro é incapaz de contar a história.

A fiscalização prudencial tenta exatamente capturar esses descasamentos. Índices de capital medem absorção de perdas; métricas de liquidez testam capacidade de atravessar períodos de estresse; limites

de concentração impedem exposição excessiva a determinados riscos.

O caso também ensina sobre narrativa corporativa. Enquanto uma empresa cresce, cada aquisição pode ser apresentada como validação. Cada parceria vira selo de confiança. Cada ex-autoridade contratada parece reforçar credibilidade. Cada resultado positivo torna questionamentos mais difíceis.

A reversão é igualmente rápida. Depois da liquidação, as mesmas decisões são relidas como sinais que “sempre estiveram ali”. Esse viés retrospectivo precisa ser evitado. O trabalho sério pergunta quais informações estavam disponíveis em cada momento e que conclusão razoável poderiam sustentar.

Em 2019, um ativo ilíquido podia parecer parte legítima de uma reestruturação. Em 2024, com escala muito maior e funding acelerado, a mesma classe de ativo poderia representar risco sistêmico para a instituição. O contexto muda o significado.

Um banco não se torna inviável porque cresce. Torna-se vulnerável quando cresce mais rápido que sua

capacidade de verificar, financiar e absorver perdas dos ativos adquiridos.

Caderno 2 — O experimento mental de R\$ 10 bilhões

Para entender o risco econômico do modelo, construa um banco hipotético.

Ele capta R\$ 10 bilhões em CDBs com custo médio equivalente a 125% do CDI. Não importa a taxa exata do período; o ponto é que o custo fica acima de alternativas de baixo risco. O banco precisa aplicar o dinheiro.

Coloca R\$ 3 bilhões em crédito consignado, R\$ 2 bilhões em precatórios, R\$ 2 bilhões em participações privadas, R\$ 2 bilhões em títulos líquidos e R\$ 1 bilhão em caixa.

No cenário normal, o consignado paga bem, precatórios são recebidos dentro do cronograma, participações valorizam e títulos fornecem liquidez. O banco obtém retorno acima do custo e lucra.

No cenário de estresse, 10% do consignado apresenta problema documental. Precatórios atrasam três anos.

Participações privadas perdem 30% do valor numa tentativa de venda rápida. Investidores deixam de renovar CDBs.

A perda econômica surge em lugares diferentes. O consignado exige baixa e provisão. O atraso dos precatórios reduz valor presente. Participações sofrem impairment. Ao mesmo tempo, a saída de depósitos consome caixa.

O banco pode enfrentar duas crises ao mesmo tempo: patrimônio cai porque ativos valem menos e caixa cai porque passivos vencem.

Se ainda houver confiança, os acionistas podem aportar capital e a instituição levantar funding. Se a confiança desaparece, a mesma carteira que seria rentável em dez anos precisa ser vendida hoje com desconto.

Agora altere o exemplo: parte dos R\$ 3 bilhões de consignado não é apenas ruim, mas inexistente. Nesse caso, não existe recuperação gradual. O valor econômico pode se aproximar de zero, salvo garantias ou direito contra quem vendeu a carteira.

É isso que torna a expressão “insubsistência do ativo” tão importante. Ela muda a natureza do risco de probabilidade para existência.

O exemplo também mostra por que não se deve usar apenas valor nominal. Um precatório de R\$ 2 bilhões continua sendo ativo mesmo que demore. Um crédito inexistente de R\$ 500 milhões pode valer menos que o precatório problemático de R\$ 2 bilhões.

Contabilidade serve para organizar essa diferença. Investigação forense serve para descobrir se as premissas contábeis tinham base real.

Caderno 3 — Como deveria funcionar a diligência de uma carteira de R\$ 12 bilhões

Nenhum analista individual revisa manualmente milhões de contratos. Grandes carteiras são testadas por combinação de sistemas, amostragem, confirmações e análise de exceções.

Primeiro, o comprador recebe um data tape: base com informações de cada contrato. Identificador, CPF, valor original, saldo, taxa, prazo, parcela, órgão pagador, status e histórico.

Segundo, testa integridade. A quantidade de registros bate com o total financeiro? Existem duplicidades? CPFs são válidos? Datas fazem sentido? Taxas estão dentro dos produtos contratados?

Terceiro, testa existência. Seleciona amostras e busca contrato fonte, comprovante de liberação e confirmação independente. Em consignado, confronta autorização e dados do convênio ou folha.

Quarto, testa performance. Se a carteira existe há meses, já deveria produzir recebimentos. O extrato de caixa deve reconciliar com parcelas previstas.

Quinto, testa originador. A empresa tem estrutura compatível com bilhões em originação? Possui equipe, sistemas, histórico e capital? Uma sociedade recém-criada que aparece com volume gigantesco exige diligência reforçada.

Sexto, examina concentração e exceções. Um número incomum de contratos criados no mesmo dia, valores idênticos, endereços repetidos ou ausência de pagamentos são sinais.

Sétimo, estabelece mecanismo de recompra ou substituição. Se contratos não cumprirem critérios,

vendedor deve recomprar ou substituir. Mas a substituição precisa ser por ativo real e adequadamente avaliado.

O caso BRB-Master é tão relevante porque, segundo Banco Central e Polícia Federal, falhas materiais atravessaram a cadeia em escala bilionária. [S02][S33]

Uma investigação de governança deve reconstruir a documentação de cada etapa. Não basta dizer “o banco comprou”. Bancos são organizações. Um analista pode alertar, um diretor pode aprovar, um comitê pode ratificar, um conselho pode não receber informação. A responsabilidade muda conforme o fluxo decisório.

Se existiram pareceres contrários, quem os recebeu? Houve justificativa formal para seguir? Se a operação excedia limites usuais, quem autorizou exceção? Se o originador era novo, por que o risco foi aceito?

Essas perguntas parecem burocráticas. São exatamente onde uma fraude bilionária se transforma de abstração em autoria.

Caderno 4 — O que um promotor precisaria provar

Uma investigação ampla pode revelar centenas de comportamentos moralmente desconfortáveis. O processo penal precisa converter parte deles em elementos de tipos penais.

Para fraude financeira, acusação deve provar materialidade — a operação falsa — e autoria consciente. Documentos de crédito inexistentes demonstram materialidade se perícia confirma falsidade. Para responsabilizar executivo, é necessário conectar sua atuação: ordem, aprovação, conhecimento, benefício ou participação.

Para corrupção, a estrutura é diferente. Deve existir vantagem indevida e relação com função pública. Um pagamento a consultoria ligada a político pode ser suspeito, mas precisa ser demonstrado como vantagem e conectado a ato ou disponibilidade funcional conforme o tipo legal.

Para lavagem, é necessário vincular bens a infração antecedente e demonstrar ocultação ou dissimulação nas condições legais.

Para organização criminosa, deve haver estrutura e adesão consciente. A existência de um grupo empresarial complexo não basta.

A prova pode ser direta — contrato falso assinado, transferência, mensagem explícita — ou indiciária. Crimes de colarinho branco raramente são combinados em documento chamado “acordo de propina”. O julgador pode inferir intenção de conjunto coerente de fatos, desde que a inferência seja robusta e respeite padrão de prova.

O caso Master possui quantidade enorme de indícios documentais públicos, mas o valor judicial de cada um ainda será testado.

Caderno 5 — O que uma defesa competente tentaria demonstrar

Uma defesa em caso financeiro complexo não precisa provar uma narrativa alternativa para todos os fatos. Precisa criar dúvida razoável onde a acusação tem ônus probatório.

Em relação a carteiras, poderia sustentar que executivos confiavam em originadores, auditorias ou

sistemas e não conheciam falsidade. Poderia separar decisões de tesouraria de decisões de crédito. Poderia demonstrar que ativos substitutos tinham valor e que perdas foram consequência de crise de liquidez, não fraude.

Em contratos políticos, a defesa procuraria comprovar serviços: agendas, pareceres, e-mails, entregáveis, experiência do contratado e compatibilidade de preço. Se houver viagens ou benefícios, buscaria demonstrar relação pessoal, reembolso ou ausência de ato funcional relacionado.

Em mensagens, questionaria contexto, autoria, integridade, unilateralidade e interpretação. Uma frase de Vercaro atribuindo influência a terceiro não prova que o terceiro concordou.

Em prova digital, examinaria cadeia de custódia e limites de autorização judicial.

Em medidas cautelares, argumentaria falta de contemporaneidade, excesso ou possibilidade de alternativas à prisão.

Registrar essas linhas não significa adotá-las. Significa reconhecer como o processo vai testar a hipótese investigativa.

Caderno 6 — A economia da influência

Empresas reguladas gastam muito dinheiro para entender o Estado. Chamamos isso de advocacia, relações governamentais, consultoria regulatória, public affairs e estratégia institucional.

Há razões legítimas. Uma regra do Banco Central pode alterar bilhões em capital. Uma lei sobre garantia de depósitos pode mudar custo de funding. Uma decisão do Cade pode aprovar aquisição. Uma tese judicial pode determinar valor de ativo.

Por isso, profissionais com passagem pelo governo possuem capital humano valioso. Eles conhecem processo, linguagem e pessoas.

O risco aparece quando conhecimento vira promessa de resultado por acesso pessoal. “Eu sei como funciona” é consultoria. “Eu consigo porque tenho influência sobre a autoridade” pode aproximar-se de tráfico de influência dependendo dos fatos. “Pague e a

autoridade decidirá” entra em terreno de corrupção se houver acordo real.

A fronteira nem sempre está escrita no contrato. Uma empresa pode ter objeto legítimo e ser usada para pagamento ilícito. Outra pode receber milhões e prestar serviço real.

No Master, a quantidade de contratos com pessoas experientes em governo e direito tornou essa economia visível. A resposta regulatória mais saudável não é proibir ex-autoridades de trabalhar, mas aumentar transparência e gestão de conflitos.

Caderno 7 — Quando a crise chega ao Supremo

O Supremo Tribunal Federal ocupa posição singular. Julga autoridades com prerrogativa, resolve conflitos constitucionais e administra a própria imparcialidade quando integrantes aparecem em fatos investigados.

No Caso Master, essa arquitetura foi estressada. Relatórios derivados de celular passaram a mencionar relações envolvendo ministros, familiares ou pessoas próximas. Questões sobre quem deveria supervisionar

a investigação tornaram-se tão importantes quanto o conteúdo investigado.

Em tribunal colegiado, a resposta institucional típica é distribuir competência, reconhecer impedimentos quando cabíveis e submeter questões sensíveis ao plenário. O problema surge quando os próprios ministros discordam publicamente sobre legitimidade do procedimento.

A crise de setembro de 2026 mostrou o risco de duas narrativas concorrentes: de um lado, a acusação de que investigações poderiam estar sendo direcionadas politicamente; de outro, a suspeita de que questionamentos processuais poderiam proteger autoridades. Até o fechamento, nenhuma narrativa deveria ser tratada como fato provado.

A saída institucional é mais processo, não menos: decisões fundamentadas, votação colegiada, transparência compatível com investigação e regras claras de distribuição.

Um sistema de Justiça precisa ser capaz de investigar a si mesmo sem parecer tribunal de exceção nem corporação fechada.

Caderno 8 — Três cenários para o prejuízo final

O valor final do Caso Master pode seguir trajetórias muito diferentes.

Cenário de recuperação elevada. A massa possui ativos reais, precatórios são recebidos, participações encontram compradores e ações contra responsáveis recuperam recursos. O FGC recupera parte substancial do que desembolsou. Nesse caso, o impacto de caixa inicial permanece histórico, mas a perda econômica líquida diminui.

Cenário intermediário. Parte dos ativos é recuperada, mas descontos de liquidação, créditos inválidos e custos jurídicos consomem bilhões. Credores não cobertos sofrem perdas e o FGC recupera apenas fração significativa.

Cenário de baixa recuperação. Ativos ilíquidos realizam valores muito inferiores, litígios duram anos e patrimônios bloqueados são insuficientes. O custo econômico aproxima-se mais do desembolso inicial.

Nenhum cenário deve ser apresentado hoje como previsão. Eles existem para mostrar por que “rombo” é variável de processo, não número imutável.

Caderno 9 — Por que o caso vende livros

O Caso Master reúne elementos narrativos raros: ascensão rápida, bilhões, banco público, prisão de banqueiro, contratos milionários, mensagens privadas, políticos de campos rivais, reguladores e uma crise dentro do Supremo.

Esse conjunto permite escrever como thriller sem inventar perseguições ou diálogos. A realidade já tem cliffhangers: uma aquisição anunciada e rejeitada; uma liquidação no mesmo dia de operação policial; um celular que produz novos personagens meses depois; ministros discutindo o procedimento em sessão pública.

O risco comercial é exagerar além do documento. O leitor compra pelo título, mas abandona o autor quando descobre que números foram inflados.

O caminho editorial mais eficiente é usar títulos fortes e texto rigoroso. “A carteira de R\$ 12 bilhões que a PF diz ser falsa” é mais impactante que “R\$ 12 bilhões roubados” porque a primeira frase tem fonte, escala e conflito. O leitor sabe exatamente o que está em jogo.

A pergunta na capa cria promessa. O livro entrega investigação, não slogan.

Caderno 10 — A pergunta que continuará aberta

No futuro, quando processos estiverem encerrados, será possível refazer a tabela do Capítulo 86 com números definitivos. Talvez o valor de corrupção comprovada seja muito menor do que o impacto financeiro. Talvez novas provas demonstrem rede de pagamentos públicos maior. Talvez parte dos casos seja arquivada.

O compromisso de uma obra sobre história em movimento é deixar claro onde termina o fato e começa a incerteza.

Em 18 de setembro de 2026, sabemos que o Banco Master deixou de existir como instituição em funcionamento normal, que o FGC mobilizou dezenas de bilhões, que o Banco Central declarou insubsistência de ativos em operações relevantes, que a PF atribui falsidade a bilhões em carteiras e que investigações atingiram autoridades de diferentes poderes.

Não sabemos a sentença final.

Essa lacuna não é defeito do livro. É o objeto do livro.

NOTA FINAL DO AUTOR

Este livro escolheu um título que grita e um método que freia.

A capa pergunta se estamos diante do maior esquema de corrupção do mundo. O texto se recusa a responder com uma frase de propaganda porque a resposta depende de fatos ainda não encerrados.

Isso não é moderação estética. É estratégia investigativa.

A acusação mais forte é aquela que não precisa exagerar. Quando o Banco Central afirma que ativos eram insubsistentes, não é necessário inventar. Quando o FGC informa dezenas de bilhões em garantias, não é necessário chamar tudo de dinheiro roubado. Quando a Polícia Federal atribui fraude a determinada operação, é possível dizer exatamente isso. Quando uma defesa nega, o leitor deve saber. Quando uma autoridade aparece em uma mensagem sem ato ilícito demonstrado, a honestidade exige registrar a limitação.

A história do Banco Master já é grande demais para precisar de ficção.

O que torna o caso perturbador é justamente a combinação de números reais, instituições reais e perguntas ainda sem resposta.

Se, no futuro, condenações definitivas demonstrarem que a dimensão de corrupção pública alcançou os maiores casos internacionais, a pergunta da capa poderá ganhar resposta. Se parte das acusações for arquivada ou rejeitada, o mesmo título continuará registrando o tamanho da dúvida que atravessou o Brasil em 2026.

O objetivo desta edição é deixar um mapa do momento em que o país percebeu que uma crise bancária podia atravessar a porta do banco, entrar em um banco público, chegar ao regulador, subir as escadas do Congresso e bater às portas do Supremo.

E fazer tudo isso carregando uma pergunta de dezenas de bilhões de reais.

FONTES E REFERÊNCIAS

As referências abaixo correspondem aos códigos usados ao longo do texto. Em fatos politicamente ou juridicamente contestados, o livro prioriza atos oficiais, decisões, reguladores e veículos de imprensa que citam documentos dos autos.

S01 — Banco Central decreta liquidação extrajudicial do Banco Master.

18/11/2025. <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/20936/nota>

S02 — Nota à imprensa sobre cessões de carteiras Banco Master-BRB.

2026. <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/21005/nota>

S03 — Comunicado BCB nº 44.234 - Liquidação extrajudicial do Banco Master. 18/11/2025.

<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?numero=44234&tipo=Comunicado>

S04 — FGC inicia pagamento de garantia a credores do Master, Master de Investimentos e Letsbank. 17/01/2026. <https://www.fgc.org.br/>

S05 — FGC alcança patrimônio de R\$ 123 bilhões em 2025. 28/04/2026.

<https://www.fgc.org.br/>

S06 — Sobre garantia FGC - limites de cobertura. consulta em 18/09/2026.

<https://www.fgc.org.br/sobre-garantia-fgc>

S07 — BRB - Fato Relevante: aquisição de participação no Banco Master.

28/03/2025. <https://ri.brb.com.br/>

S08 — Reuters: BRB anuncia aquisição do Banco Master. 28/03/2025.

<https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2025/03/28/brb-anuncia-aquisicao-do-banco-master.htm>

S09 — Reuters: Banco Central rejeita aquisição do Master pelo BRB.

03/09/2025. <https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2025/09/03/brb-diz-que-bc-indeferiu-aquisicao-do-banco-master.htm>

S10 — Reuters: BRB avalia nova proposta após veto do Banco Central.

04/09/2025. <https://www.reuters.com/business/finance/brb-weighs-new-bid-master-after-brazil-central-bank-blocks-deal-source-says-2025-09-04/>

S11 — Demonstrações financeiras do Banco Master em 31/12/2024.

01/04/2025. https://www.bancomaster.com.br/arquivos/Banco_Master-Balanco_Consolidado-12-2024.pdf

S12 — Relatório de Ouvidoria 2º semestre de 2024 - trajetória do Banco Master. 2024.

https://www.bancomaster.com.br/arquivos/Relatorio_de_Ouvidoria_2o_semestre_2024.pdf

S13 — Banco Data - Banco Master S/A, dados IF.data. consulta em

18/09/2026. <https://bancodata.com.br/relatorio/33923798/>

S14 — Reuters: Banco Master aguarda proposta por ativos

remanescentes. 03/04/2025. <https://www.reuters.com/markets/deals/brazils-banco-master-awaits-ma-proposal-from-btg-pactual-sources-say-2025-04-03/>

S15 — Reuters: BRB perto de concluir due diligence para adquirir Banco

Master. 29/04/2025. <https://www.reuters.com/business/finance/brazils-brb-close-completing-due-diligence-acquire-banco-master-2025-04-29/>

S16 — Agência Brasil: seis meses da Operação Compliance Zero.

18/05/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/justica/noticia/2026-05/master-operacao-da-pf-contrafraude-bilionaria-completa-seis-meses>

S17 — STF determina prisão de Daniel Vercaro e outros investigados.

04/03/2026. <https://noticias.stf.jus.br/postsnoticias/stf-atende-a-pedido-da-pf-e-determina-prisao-de-daniel-vercaro-e-outros-investigados-por-supostas-fraudes-no-banco-master/>

S18 — STF autoriza fluxo de perícias na Operação Compliance Zero.

19/02/2026. <https://noticias.stf.jus.br/postsnoticias/stf-autoriza-fluxo-de-pericias-solicitado-pela-pf-na-operacao-compliance-zero/>

S19 — STF autoriza fase envolvendo Ciro Nogueira. 07/05/2026.

<https://noticias.stf.jus.br/postsnoticias/stf-autoriza-nova-fase-da-operacao-compliance-zero/>

S20 — Agência Brasil: PF descreve indícios envolvendo Ciro Nogueira.

07/05/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/justica/noticia/2026-05/mesada-e-viagens-internacionais-veja-o-que-pf-diz-sobre-ciro-nogueira>

S21 — STF autoriza 9ª fase envolvendo Jaques Wagner e gestores.

18/06/2026. <https://noticias.stf.jus.br/postsnoticias/stf-autoriza-9a-fase-da-operacao-compliance-zero-em-sp-ba-e-df/>

S22 — Agência Brasil: apuração da PF e resposta de Jaques Wagner.

18/06/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/justica/noticia/2026-06/apuracao-da-pf-acusa-jaques-wagner-de-receber-vantagens-senador-nega>

S23 — Agência Brasil: hospedagem de Hugo Motta e Ciro Nogueira, segundo PF. 16/06/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/justica/noticia/2026-06/vorcaro-pagou-hospedagem-para-motta-e-ciro-nogueira-em-lisboa-diz-pf>

S24 — Agência Brasil: PF aponta cobranças de Flávio Bolsonaro a Vorcaro por filme Dark Horse. 12/09/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/justica/noticia/2026-09/pf-aponta-cobrancas-de-flavio-vorcaro-por-filme-dark-horse>

S25 — Agência Brasil: Flávio Bolsonaro admite cobrança e nega crime. 13/05/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/politica/noticia/2026-05/flavio-bolsonaro-admite-cobranca-vorcaro-mas-nega-crime>

S26 — Agência Brasil: contrato do Master com Barci de Moraes. 11/09/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/justica/noticia/2026-09/contrato-de-vorcaro-com-barci-previa-atuacao-juridica-e-consultorias>

S27 — STF: pedido de vista suspende discussão sobre petições do caso Master. 15/09/2026. <https://noticias.stf.jus.br/postsnoticias/pedido-de-vista-suspende-discussao-sobre-julgamento-conjunto-de-duas-peticoes-do-caso-master/>

S28 — Agência Brasil: Nunes Marques impedido e Toffoli suspeito em julgamento. 15/09/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/justica/noticia/2026-09/marques-se-declara-impedido-e-toffoli-suspeito-em-julgamento-no-stf>

S29 — CVM aplica multas superiores a R\$ 200 milhões em caso envolvendo Banco Master. 16/09/2026. <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2026/cvm-aplica-multas-que-somam-mais-de-r-200-milhoes-em-caso-envolvendo-banco-master>

S30 — CVM - voto no PAS 19957.007976/2020-94. 08/09/2026. <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2026/20260908-pas-cvm-19957-007976-2020-94-diretor-joao-accioly-voto.pdf>

S31 — CVM: informações relativas a Grupo Master, REAG e entidades conexas. 24/02/2026. <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2026/informacoes-relativas-a-grupo-master-reag-e-outras-entidades-conexas>

S32 — CVM: Comitê de Riscos analisa recomendações do GT Master. 03/03/2026. <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2026/comite-de-riscos-da-cvm-analisa-recomendacoes-do-gt-master>

S33 — Folha: relatório da PF aponta R\$ 17 bi comprados pelo BRB e R\$ 12,2 bi em títulos falsos. 13/09/2026. <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2026/09/relatorio-da-pf-aponta-que-brb-comprou-r-17-bilhoes-em-creditos-do-master.shtml>

S34 — Agência Brasil: Fachin dá prazo para retirada de sigilo do caso Master. 11/09/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/justica/noticia/2026-09/fachin-da-24h-para-mendonca-levantar-sigilo-de-todo-caso-master>

S35 — Polícia Federal: 10ª fase da Operação Compliance Zero. 09/07/2026. <https://www.gov.br/pf/pt-br/assuntos/noticias/2026/07/policia-federal-deflagra-10a-fase-da-operacao-compliance-zero>

S36 — Polícia Federal: nota sobre cadeia de custódia do celular de Daniel Vercaro. 13/09/2026. <https://www.gov.br/pf/pt-br/assuntos/noticias/2026/09/nota-a-imprensa>

S37 — Senado Federal: relatório proposto pelo relator da CPI do Crime Organizado. 13/04/2026. <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=10203884>

S38 — Senado Notícias: relatório da CPI do Crime Organizado foi rejeitado por 6 a 4. 14/04/2026. <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2026/04/14/cpi-do-crime-organizado-termina-sem-relatorio-final>

S39 — Reuters: investigação de autoridades do Banco Central no caso Master. 05/03/2026. <https://www.reuters.com/world/americas/brazil-rocked-by-probe-central-bankers-aiding-failed-banco-master-2026-03-05/>

S40 — Reuters: perfil de Daniel Vercaro e rede de relações. 13/03/2026. <https://www.reuters.com/business/finance/how-an-obscure-banker-slipped-into-brazils-political-inner-circle-triggering-2026-03-13/>

S41 — Reuters: STF adia decisão sobre investigação relacionada a Moraes. 15/09/2026. <https://www.reuters.com/business/finance/brazils-top-court-decide-unprecedented-probe-sitting-justice-2026-09-15/>

S42 — DOJ: 1MDB - mais de US\$ 4,5 bilhões desviados segundo documentos judiciais. 13/06/2024. <https://www.justice.gov/archives/opa/pr/justice-department-repatriates-14b-misappropriated-1mdb-funds-malaysia>

S43 — DOJ: Odebrecht e Braskem - cerca de US\$ 788 milhões em propinas. 21/12/2016. <https://www.justice.gov/archives/opa/pr/odebrecht-and-braskem-plead-guilty-and-agree-pay-least-35-billion-global-penalties-resolve>

S44 — SEC: Siemens - aproximadamente US\$ 1,4 bilhão em pagamentos de suborno. 15/12/2008. <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-294.htm>

S45 — Agência Brasil: Polícia Federal recusa proposta de colaboração premiada de Vercaro. 21/05/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/justica/noticia/2026-05/policia-federal-recusa-proposta-de-delacao-premiada-de-vercaro>

S46 — Agência Brasil: PF investiga intimidação de jornalistas no caso Master. 09/07/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/justica/noticia/2026-07/pf-mira-empresario-suspeito-de-intimidar-jornalistas-no-caso-master>

S47 — Agência Brasil: Mendonça retira sigilo de processo sobre rede de pagamentos de Vorcaro. 14/09/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/justica/noticia/2026-09/mendonca-retira-sigilo-de-processo-sobre-rede-de-pagamentos-de-vorcaro>

S48 — Agência Brasil: Segunda Turma mantém prisões de pai e primo de Vorcaro. 16/06/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/justica/noticia/2026-06/segunda-turma-do-stf-mantem-prisoas-de-pai-e-primo-de-vorcaro>

S49 — Folha: pagamentos declarados pelo Master a escritórios e consultorias ligados a figuras públicas. 08/04/2026. <https://www1.folha.uol.com.br/poder/2026/04/master-declarou-pagamentos-a-temer-rueda-mantega-lewandowski-e-acm-neto.shtml>

S50 — Agência Brasil: CVM multa Vorcaro e Banco Master por operação fraudulenta no Brazil Realty FII. 08/09/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2026-09/cvm-multa-vorcaro-em-r-20-milhoes-por-fraude-em-fundo-imobiliario>

S51 — Agência Brasil: BC rejeita compra do Master pelo BRB. 03/09/2025. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2025-09/bc-rejeita-compra-do-master-pelo-banco-de-brasilia-brb>

S52 — Agência Brasil: Master e liquidação em 18/11/2025. 18/11/2025. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/radioagencia-nacional/seguranca/audio/2025-11/banco-central-decreta-liquidacao-do-banco-master>

S53 — TRF-1/Imprensa: soltura de Daniel Vorcaro com cautelares em novembro de 2025 (cobertura jornalística). 28-29/11/2025. <https://exame.com/brasil/justica-manda-soltar-daniel-vorcaro-dono-do-banco-master/>

S54 — Agência Brasil: prisão de Vorcaro em março de 2026 e audiência de custódia. 04/03/2026. <https://agenciabrasil.ebc.com.br/justica/noticia/2026-03/justica-mantem-prisao-de-vorcaro-e-cunhado-em-audiencia-de-custodia>

S55 — Folha: Augusto Lima e carteiras fraudulentas, segundo PF; defesa nega. 12/09/2026. <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2026/09/augusto-lima-criou-carteiras-fraudulentas-repassadas-pelo-master-ao-brb-diz-pf.shtml>

S56 — Lei nº 7.492/1986 - Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional. 16/06/1986. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7492.htm

S57 — Código Penal - corrupção passiva e corrupção ativa. texto compilado. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm

S58 — Lei nº 9.613/1998 - Lavagem de dinheiro. 03/03/1998. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19613.htm

S59 — Lei nº 12.850/2013 - Organização criminosa. 02/08/2013. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/112850.htm

S60 — Lei nº 12.846/2013 - Lei Anticorrupção. 01/08/2013. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/112846.htm

S61 — Lei nº 6.024/1974 - Intervenção e liquidação extrajudicial de instituições financeiras. 13/03/1974. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6024.htm

S62 — SEC - Petrobras Reaches Settlement With SEC for Misleading Investors. 27/09/2018. <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2018-215>

S63 — U.S. DOJ - Petrobras Agrees to Pay More Than \$850 Million for FCPA Violations. 27/09/2018. <https://www.justice.gov/opa/pr/petr-leo-brasileiro-sa-petrobras-agrees-pay-more-850-million-fcpa-violations>

S64 — U.S. DOJ - Madoff Victim Fund final distribution / recovery. 30/12/2024. <https://www.justice.gov/archives/opa/pr/justice-departments-10th-distribution-brings-total-provided-over-43b-nearly-full-recovery>

S65 — Folha - Ministro do STJ disse estar sempre à disposição de Vorcaro, indicam mensagens. 18/09/2026. <https://www1.folha.uol.com.br/poder/2026/09/ministro-do-stj-disse-estar-sempre-a-disposicao-de-vorcaro-indicam-mensagens.shtml>

S66 — Folha - Conversas mostram encontro de Paulo Gonet e Vorcaro em evento em Londres. 18/09/2026. <https://www1.folha.uol.com.br/poder/2026/09/conversas-extraidas-do-celular-de-vorcaro-mostram-gonet-e-ex-banqueiro-em-noite-de-charutos-e-uisque-em-londres.shtml>

S67 — UOL - Vorcaro e filho de Fux trocaram mensagens por mais de um ano, mostra PF. 15/09/2026. <https://noticias.uol.com.br/colunas/thais-bilenky/2026/09/15/vorcaro-e-filho-de-fux-trocaram-mensagens-por-mais-de-um-ano-mostra-pf.ghtml>

S68 — Folha - Vorcaro contratou ex-cunhado de Gilmar enquanto ministro decidia sobre faculdades privadas. 18/09/2026. <https://www1.folha.uol.com.br/poder/2026/09/vorcaro-contratou-ex-cunhado-de-gilmar-enquanto-ministro-decidia-sobre-faculdades-privadas.shtml>

S69 — UOL - Defesa de Vorcaro pede revogação da prisão e cita indefinição no STF. 18/09/2026. <https://noticias.uol.com.br/politica/ultimas-noticias/2026/09/18/defesa-de-vorcaro-pede-revogacao-da-prisao.ghnm>

S70 — UOL - Advogado diz que Vorcaro vem sendo julgado no tribunal da opinião pública. 18/09/2026. <https://noticias.uol.com.br/politica/ultimas-noticias/2026/09/18/advogado-diz-que-vorcaro-vem-sendo-julgado-no-tribunal-da-opinioao-publica.ghnm>

Fechamento editorial: 18 de setembro de 2026. Projeto editorial: JVA.