Universidade de Brasília
Faculdade de Direito
Bacharelado em Direito

Lucas Corte Fialho

EFETIVIDADE DE NORMAS REGULADORAS CONTRA FALHAS DE MERCADO: RESOLUÇÃO CVM 175, FIDC E ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Brasília
2026

Lucas Corte Fialho

EFETIVIDADE DE NORMAS REGULADORAS CONTRA FALHAS DE MERCADO: RESOLUÇÃO CVM 175, FIDC E ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Othon de Azevedo Lopes

Brasília
2026

CIP - Catalogação na Publicação

Fialho, Lucas Corte.
F439e EFETIVIDADE DE NORMAS REGULADORAS CONTRA FALHAS DE MERCADO: RESOLUÇÃO CVM 175, FIDC E ASSIMETRIA INFORMACIONAL / Lucas Corte Fialho;

Orientador: Othon de Azevedo Lopes. Brasília, 2026.
61 f.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação - Direito) Universidade de Brasília, 2026.

1. Regulação. 2. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs). 3. Resolução CVM 175/2022. 4. Assimetria informacional. 5. Falhas de mercado. I. Lopes, Othon de Azevedo, orient. II. Título.

Lucas Corte Fialho

EFETIVIDADE DE NORMAS REGULADORAS CONTRA FALHAS DE MERCADO: RESOLUÇÃO CVM 175, FIDC E ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Direito.

Data da aprovação: 03/07/2026

Othon de Azevedo Lopes — Orientador
Doutor em Direito
Professor da Faculdade de Direito da UnB

Marcio Iorio Aranha — Membro da Banca
Doutor em Direito
Professor da Faculdade de Direito da UnB

Rafael de Castro Alves — Membro da Banca
Mestre em Direito
Consultor Legislativo do Senado Federal

À Sarah.

AGRADECIMENTOS

A consecução deste trabalho não seria possível senão com o apoio e compreensão incondicional da minha amada esposa, Sarah. Agradeço à ela todos os momentos vividos, desde noites sem descanso à pores do sol recheados de gargalhadas.

Agradeço afetuosamente aos amigos e familiares. Aos meus pais, sobretudo, que me fizeram compreender, desde tenra idade, o potencial transformacional da educação, ainda que não tenham tido as mesmas oportunidades das quais eu tive.

De modo especial, agradeço ao Professor Dr. Othon pela sua imensa disponibilidade em me orientar neste estudo. É uma honra poder conviver e ser atendido por intelectual de tamanha densidade, tendo contribuído significativamente para este trabalho com suas geniais obras.

Igualmente especial, agradeço ao Professor Dr. Marcio Iorio pelas incontáveis oportunidades acadêmicas à mim dirigidas ao longo da graduação, sem o qual jamais as teria conseguido. Tais experiências e conhecimentos enriqueceram desmedidamente minha jornada acadêmica.

Agradeço à Universidade de Brasília, nas pessoas que a compõem. A estrutura disponibilizada serviu de suporte à feitura desta pesquisa.

Cada um cumpre o destino que lhe cumpre,
E deseja o destino que deseja;
Nem cumpre o que deseja,
Nem deseja o que cumpre.

Como as pedras na orla dos canteiros
O Fado nos dispõe, e ali ficamos;
Que a Sorte nos fez postos
Onde houvemos de sê-lo.

Não tenhamos melhor conhecimento
Do que nos coube que de que nos coube.
Cumpramos o que somos.
Nada mais nos é dado.

(Fernando Pessoa)

RESUMO

A presente monografia investiga a efetividade das novas normas reguladoras da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") no combate a falhas de mercado inerentes aos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ("FIDCs"). Para elucidar tal problemática, é estudado o contexto histórico da intervenção do Estado na economia, a fim de elucidar como a atividade regulatória se desenvolveu no mundo e como se moldou aos paradigmas do Estado Liberal, Social e Regulador. Posteriormente, analisou-se o marco teórico da regulação, com o fito de compreender a noção contemporânea do fenômeno regulatório e sua inclinação ao combate às falhas de mercado, além de entender sua relação com a garantia dos direitos fundamentais. Afunilando o objeto da pesquisa, o estudo se debruçou sobre a criação e desenvolvimento dos fundos de investimentos e, em seguida, dos FIDCs, esclarecendo o contexto de construção e evolução de seus regimes jurídicos no Brasil. Outrossim, é abordado as principais falhas de mercado relativas aos FIDCs, sendo evidenciado a assimetria de informação, nas formas de risco moral, seleção adversa e problemas de agência, como a principal imperfeição mercadológica na securitização de direitos creditórios. Em vista de tal cenário, analisou-se como o atual conjunto normativo da CVM, que passou por robustas transformações nos últimos anos, compele a ineficiência alocativa de assimetria informacional no âmbito dos FIDCs, especialmente na relação com originadores de direitos creditórios. Após exame da Resolução CVM 175 e de seu Anexo Normativo II, que dispõe sobre as regras específicas para os FIDCs, concluiu-se que o atual desenho normativo detém competência técnica e jurídica para mitigar as históricas imperfeições estruturais do mercado securitizador, mas que a proteção do mercado exige uma abordagem institucional ativa, dependendo impreterivelmente de uma fiscalização rigorosa e contínua por parte da CVM.

Palavras-chave: Regulação; Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs); Resolução CVM 175/2022; Assimetria informacional; Falhas de mercado; Securitização.

ABSTRACT

*The present monograph investigates the effectiveness of the new regulatory norms issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission (“*CVM*”) in combating market failures inherent to Credit Rights Investment Funds (“*FIDCs*”). To elucidate this issue, the historical context of State intervention in the economy is studied to clarify how regulatory activity developed globally and adapted to the paradigms of the Liberal, Social, and Regulatory State. Subsequently, the theoretical framework of regulation was analyzed to understand the contemporary notion of the regulatory phenomenon and its tendency to combat market failures, as well as its relationship with the guarantee of fundamental rights. Narrowing down the research object, the study focused on the creation and development of investment funds and, subsequently,* FIDCs*, clarifying the context of the construction and evolution of their legal regimes in Brazil. Furthermore, the main market failures related to* FIDCs *are addressed, highlighting information asymmetry—in the forms of moral hazard, adverse selection, and agency problems—as the primary market imperfection in the securitization of credit rights. In light of this scenario, the study analyzed how the current regulatory framework of the* CVM*, which has undergone robust transformations in recent years, restrains the allocative inefficiency caused by informational asymmetry within the scope of* FIDCs*, especially in the relationship with credit right originators. After examining* CVM *Resolution 175 and its Normative Annex II, which establishes specific rules for* FIDCs*, it was concluded that the current regulatory design possesses the technical and legal capacity to mitigate the historical structural imperfections of the securitization market. However, market protection requires an active institutional approach, depending indispensably on rigorous and continuous supervision by the* CVM*.*

Keywords*: Regulation; Credit Rights Investment Funds (*FIDCs*);* CVM *Resolution* 175/2022*; Information asymmetry; Market failures; Securitization.*

LISTA DE ABREVIAÇÕES

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais	ANBIMA
Banco Central do Brasil	BACEN
Bolsa de Valores Brasileira	B3
Comissão de Valores Mobiliários	CVM
Conselho Monetário Nacional	CMN
Fundos de Investimento em Direitos Creditórios	FIDCs
Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios Não-Padronizados	FIDC-NP
Fundos de Investimento Imobiliários	FII
Fundos de Investimento em Participações	FIP
International Organization of Securities Commissions	IOSCO
Ministério da Fazenda	MF
New York Stock Exchange	NYSE
Sociedades de Propósito Específico	SPEs
Securities and Exchange Commission	SEC

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....12

2. ESTADO E INTERVENÇÃO NA ECONOMIA.....14

2.1. Estado Liberal.....14

2.2. Estado Social.....16

2.3. Estado Regulador.....19

2.4. Marco Teórico da Regulação.....22

2.5. Regulação e Direitos Fundamentais.....26

3. REGULAÇÃO E MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....28

3.1. Criação dos Fundos de Investimentos.....30

3.2. Fundos de Investimento no Brasil e Regulação.....33

3.3. Fundos de Investimento em Direito Creditório e Regulação.....36

3.4. Falhas de Mercado e FIDCs.....39

4. NOVA REGULAÇÃO SOBRE FIDCS.....43

4.1. Mudanças Provocadas pela Resolução CVM 175/2022.....46

4.2. A Efetividade da Resolução CVM 175 Contra Falhas do Mercado de FIDCs.....48

5. CONCLUSÃO.....51

6. REFERÊNCIAS.....54

1. INTRODUÇÃO

A regulação setorial é reflexo direto e imanente da intervenção do Estado na ordem econômica. Aquilo que na contemporaneidade convencionou-se denominar estritamente como regulação, no decorrer de sua evolução histórica e dogmática, figurou como objeto de intensos debates, transições paradigmáticas e acirradas controvérsias.

Atualmente, todavia, afigura-se praticamente inconcebível vislumbrar uma arquitetura mercantil desprovida de contornos normativos. À medida que os mercados atingem patamares exponenciais de complexidade, a imposição de parâmetros institucionais torna-se o próprio alicerce que garante a sobrevivência, a organização e a integridade do sistema socioeconômico.

Do absenteísmo liberal à hipertrofia do Estado Social, passando pela racionalidade técnica e subsidiária do Estado Regulador, a intervenção pública no domínio econômico jamais se apresentou de forma estática, mas como resposta dinâmica às transformações das estruturas sociais, políticas e econômicas. À vista disso, faz-se imperioso investigar a evolução histórica da regulação, a fim de se compreender o fenômeno regulatório em suas mais diversas dimensões.

O presente trabalho, portanto, visa transpassar o fenômeno regulatório e entender suas multifacetas. Para tanto, buscou-se analisar detidamente um subsistema. É precisamente no entrecruzamento entre teoria regulatória e mercado financeiro que se insere esta pesquisa.

A regulação do mercado de valores mobiliários, e especificamente dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ("FIDCs"), representa um campo de investigação de singular relevância, haja vista a exponencial expansão desse segmento na indústria financeira nacional e os riscos estruturais que lhe são inerentes. Os FIDCs, enquanto mecanismos de securitização de recebíveis, constituem um dos mais sofisticados instrumentos de desintermediação financeira disponíveis no mercado de capitais brasileiro, permitindo que empresas transformem ativos ilíquidos em títulos negociáveis e, assim, acessem recursos diretamente junto aos investidores. Contudo, a própria arquitetura que torna esse veículo atrativo é a fonte de suas mais graves vulnerabilidades, especialmente aquelas decorrentes da

assimetria informacional[1] entre os originadores de crédito e o fundo adquirente — terreno fértil para a seleção adversa e o risco moral[2], ambos abordados adiante.

A justificativa para a realização desta pesquisa funda-se, assim, em duplo vetor. Sob a perspectiva teórica, a análise da regulação dos FIDCs oferece uma oportunidade de verificar, em um setor concreto e tecnicamente denso, de que maneira o Estado Regulador contemporâneo mobiliza seus instrumentos normativos para corrigir falhas de mercado sem sufocar a livre iniciativa que anima o sistema financeiro. Sob a perspectiva prática, a edição da Resolução CVM nº 175/2022 impõe a necessidade de examinar criticamente se as inovações introduzidas são juridicamente hábeis a mitigar as históricas imperfeições do mercado de securitização, em especial a assimetria informacional.

Com o propósito de responder a esse questionamento de forma rigorosa e sistemática, o trabalho organiza-se em quatro etapas.

Em um primeiro momento, examina-se a evolução do Estado e de suas formas de intervenção na economia, perpassando os paradigmas Liberal, Social e Regulador, de modo a contextualizar o fenômeno regulatório em sua dimensão histórica e institucional.

Em seguida, adentra-se no marco teórico da regulação, compreendendo sua natureza, finalidades e as principais correntes doutrinárias que buscam legitimar e explicar sua existência, inclusive sob a perspectiva dos direitos fundamentais.

A terceira etapa volta-se especificamente ao mercado de valores mobiliários, delineando sua estrutura, seus objetivos regulatórios e a trajetória histórica dos FIDCs no Brasil, desde a influência dos antigos *investment trusts* anglo-saxões até sua consolidação sob a forma de condomínios de natureza especial no ordenamento jurídico pátrio.

---

[1] É uma falha que impede a manutenção eficiente do mercado, caracterizada pela ausência de igualdade de informações entre as partes, dado que o mercado se dá pela transação bilateral. O tema será melhor explorado alhures.

[2] De pronto pode-se definir como sendo dois tipos de falha de mercado gerada pela assimetria de informações antes e depois da assinatura de um contrato ou realização de um negócio. Na realidade, a seleção adversa ocorre quando a parte desinformada acaba selecionando o pior produto ou parceiro possível, enquanto que no risco moral a parte muda seu comportamento e passa a agir de forma mais negligente ou arriscada por saber que as consequências negativas serão arcadas por outro. Para ilustrar, tome-se o mercado de carros usados, onde o comprador, por não conhecer o histórico real do veículo, tende a oferecer um preço baixo, afastando os donos de carros bons e atraindo apenas os donos de carros com defeitos ocultos, que mudarão seu comportamento para incentivar a compra de tal veículo defeituoso.

Na quarta etapa, procede-se à análise detida das falhas de mercado inerentes aos FIDCs, com ênfase na assimetria informacional, e à apresentação do novo marco normativo consubstanciado na Resolução CVM nº 175/2022. Tal etapa, ainda, dedica-se à avaliação crítica da efetividade dessa norma, verificando em que medida seus dispositivos são capazes de combater as imperfeições estruturais identificadas e, assim, conferir maior segurança jurídica, transparência e sustentabilidade ao mercado de securitização de recebíveis no Brasil.

2. ESTADO E INTERVENÇÃO NA ECONOMIA

Ao longo da evolução do Estado Pós-Moderno e Contemporâneo, a intervenção estatal na economia se deu de diversas formas. Destarte, não é possível definir uma forma específica de atuação estatal no âmbito econômico, sendo notável tão somente que ela se adequou aos diferentes paradigmas que moldaram o Estado desde o século XIX. Em tal contexto, Saddy (2018) aponta que se observam formas de intervenção desde o momento da transferência do poder estatal para representantes do povo, capitaneadas por estes que detêm, agora, o "poder na economia da sociedade que transferiu a eles este poder".

Sendo, portanto, a intervenção na economia aos moldes do paradigma estatal vigente, pode-se tomar, tão somente para análise, os principais ideais que definiram as funções e formas de atuação do Estado: Liberal, Social e Regulatório.

2.1. Estado Liberal

Surgido a partir da Revolução Francesa, o Estado Liberal, como corolário do liberalismo, preconiza, sobretudo, a ideia da liberdade individual irrestrita. Ante às condições autoritárias vivenciadas à época de sua concepção, o Estado Liberal surge como o exímio detentor do poder que agora pertence ao povo, representando, ao menos em tese, os anseios daqueles que antes estavam submetidos à arbitrariedade do monarca autoritário. Nesse sentido, sendo agora o Estado dominado pelo poder do povo, não há outra prioridade senão a de garantir a plena liberdade dos indivíduos.

Em virtude da inclinação à supremacia da liberdade individual, Norberto Bobbio, ao tratar do Estado e de suas relações com a sociedade, afirma que no Estado Liberal objetiva-se

tão somente "garantir juridicamente o desenvolvimento o mais autônomo possível das duas esferas fronteiriças, ou seja, a mais larga expressão da liberdade religiosa e a mais larga expansão da liberdade econômica". Nesse ponto, é forçoso reconhecer, desde já, a condição mínima do Estado[3], tornando-o tão somente guia da liberdade natural, na medida em que administra a justiça, defende a nação, realiza e gera obras e instituições públicas, consoante Adam Smith em sua obra *A Riqueza das Nações*.

Diante desse cenário, Tavares (2018) afirma que "a principal manifestação econômica da doutrina liberal é o postulado da livre-iniciativa, que consagra o direito, atribuído a qualquer pessoa, de exercer atividade econômica livre de qualquer restrição, condicionamento ou imposição descabida do Estado".

O sentido de Estado Liberal é, à primeira vista, destoante da ideia de intervenção estatal. Ao tratar do intervencionismo, é imaginado uma notável afronta à concepção liberal representada pelo brocardo *laissez faire, laissez passer*, tendo em vista que a intervenção pressupõe, na perspectiva de Smith, violação ao direito da liberdade natural do indivíduo[4]. Para o Estado, constituía a função de provedor de condições favoráveis à competição, em prol do bem-estar econômico, que levaria, como consequência, ao bem-estar social (Jakobi & Ribeiro, 2014).

Apesar de não parecer, o Estado Liberal apresentou formas específicas de intervenção no domínio econômico. Saddy (2018) observa que a prestação de serviços públicos, manifestada na Teoria do Serviço Público desenvolvida pela Escola de Bordeaux, representou "a forma mais intensa que o Estado liberal ou mínimo teve para intervir diretamente na economia".

Tal intervencionismo caracteriza, em uma análise detidamente liberal, uma forma de salvaguarda das liberdades individuais e econômicas, uma vez que através de políticas de

[3] Atente-se ao ponto que o Estado mínimo não corresponde à ideia de sua inexistência. Em verdade, o filósofo liberal escocês, ao teorizar acerca da atuação estatal, defendia sua intervenção mínima naquilo que pudesse afetar a sociedade econômica, garantindo-se a plena liberdade dos indivíduos.

[4] Segundo Mello (2019), Adam Smith, na obra *A Riqueza das Nações*, "defende a ideia de que a prosperidade e a acumulação de riqueza dependem da ação livre da iniciativa privada, sem a interferência do Estado". Nesse sentido, a intervenção estatal no domínio econômico obstaria a livre obtenção de lucro proveniente das relações comerciais, baseadas na livre vontade das partes. O Estado, como detentor de poder desigual, desbalanceia as relações entre os indivíduos, acarretando na inexistência de livre manifestação de vontade em razão da prevalência da vontade estatal.

obras públicas e da criação de infraestruturas essenciais, o Estado atuava como o motor do crescimento econômico. Portanto, não se trata de um ato de benevolência, eis que o poder político deixou de residir na força da soberania, calcando-se uma percepção de que as funções clássicas de guerra, política e justiça já não eram bastantes para uma sociedade em célere transformação industrial.

Em consonância a tal posicionamento, manifesta-se Tavares (2018)[5]:

> *Em suma, tem-se que a concepção liberal do Estado apresenta um sem-número de problemas, os quais não conseguem ser remediados pelos agentes econômicos privados, os quais, aliás, afiguram-se como o próprio vetor de tais falhas. Nesse sentido, a presença do Estado torna-se salutar.*

É nesse sentido que afasta-se a ideia de intervenção como critério de definição de Estado Liberal ou de Estado Social. Em ambas, há a presença de intervenção, conforme corroborado por Bastos (2010).

2.2. Estado Social

Apesar do predomínio do pensamento liberal na política estatal durante o século XIX, o Estado Liberal teve seu declínio com a insurgência de grandes crises ao final do século XIX e início do século XX. Os questionamentos quanto à validade do liberalismo em sua forma pura como ideia basilar para a estrutura estatal tiveram apogeu com o final da Primeira Guerra Mundial, conforme aponta Tavares (2018), representando uma profunda ruptura com o absenteísmo liberal. É com o advento do paradigma do Estado Social e do Estado de Bem-estar Social que a intervenção no domínio econômico se consolida como política pública.

Conforme Mello (2019), o industrialismo liberal gerou uma intensa desigualdade social para os trabalhadores, submetidos a condições precárias, que incluíam altas jornadas de trabalho e baixos salários. Nesse sentido, para a autora, "embora o Estado liberal assegurasse a liberdade dos individuos, não conseguia garantir a igualdade de condições de vida".

[5] Cf. Direito Constitucional Econômico, p. 49-52.

Foi na década de 1930 que os princípios absolutos do liberalismo passaram a ser efetivamente questionados, quando os países capitalistas centrais sentiram os reflexos da Grande Depressão. Diante das reivindicações de movimentos trabalhistas por melhorias nas condições de vida e de trabalho, bem como da tomada de consciência dos limites dos mecanismos de mercado para assegurar um crescimento sustentado, os países capitalistas centrais passaram a reconhecer a necessidade intervenção direta do Estado na economia.

Convém pontuar a influência da doutrina da Igreja Católica com a divulgação da Encíclica *Rerum Novarum*, considerando sua posição de denunciadora das mazelas e desigualdades para com os trabalhadores. A firme posição papal tornou pública a incapacidade do liberalismo puro em assegurar uma existência revestida de dignidade para todos os estratos sociais. A doutrina da Igreja propôs uma nova via na qual o Poder Público abandonasse a inércia e assumisse a defesa dos mais vulneráveis, consolidando o entendimento de que os princípios liberais precisavam ser mitigados por uma verdadeira responsabilidade social[6].

É diante dessas reflexões e críticas que se consolidou o chamado *Welfare State*. Nessa nova concepção, o poder público abandonou sua postura de neutralidade para assumir um papel de atuação positiva, convertendo-se em garantidor e equalizador de um patamar mínimo de bem-estar social, com o intuito de amparar aqueles incapazes de prover o próprio sustento dignamente (Figueiredo, 2014).

A legitimação desse novo paradigma intervencionista materializou-se no plano jurídico por intermédio das constituições elaboradas no início do século passado, com destaque para o pioneirismo da Constituição mexicana de 1917 e a substancial influência da Constituição de Weimar de 1919. Por meio desses marcos normativos textuais, superou-se a inércia liberal e consagrou-se a premissa de que a economia deveria operar em favor da coletividade. Nesse sentido, Tavares (2018) aponta[7]:

[6] Ao passo que criticava a doutrina liberal, de igual forma se opuseram à insurgência do socialismo. Para o Papa Leão XIII, o socialismo não era a solução para os emergentes problemas sociais causados pelo menosprezado à vida digna servil, visto que a ideologia socialista tomava a coletividade como objetivo teleológico da vida, assim como o capitalismo idealizava o lucro, estando ambos em descompasso com aquilo que viria ser a Doutrina Social da Igreja. Ademais, entendia-se que a propriedade privada era um direito natural de todos, especialmente para os trabalhadores, posição posta em sentido contrária à socialista, que se colocava como opositora da propriedade privada.

[7] Cf. Direito Constitucional Econômico, p. 57-58.

> *(...) foi na primeira elaboração de um capítulo dedicado à ordem econômica em texto constitucional - o que irá ocorrer na Alemanha logo em seguida, em 1919 - que se procedeu a essa ampliação do papel do Estado na economia, de modo que a via da inserção da matéria no rol daquelas consideradas constitucionais (formalmente falando) foi a escolhida para transformar a posição do Estado, admitindo-o na economia com maiores aberturas, com o que se pretendia assegurar a prevalência do interesse público sobre os egoísticos interesses privados e individuais decorrentes do liberalismo exacerbado e seu individualismo correlato.*

Em tal circunstância, a intervenção estatal no domínio econômico atingiu proporções inéditas, de modo que o Estado avocou para si a intrincada função de planificar, regular, dirigir, controlar e supervisionar de forma abrangente a vida socioeconômica da nação (Saddy, 2018).

Como se denota da leitura de Tavares (2011), a materialização dessa ingerência estatal na seara econômica desdobrou-se, precipuamente, em duas grandes vertentes de atuação[8]. Por um lado, o Estado agigantou-se como provedor de serviços sociais essenciais, assumindo responsabilidades crescentes em áreas vitais como previdência, habitação, assistência social, saúde, saneamento e educação. Por outro lado, transmutou-se em Estado-empresário, ingressando diretamente na exploração de atividades em nichos estratégicos – como os setores energético, minerário e siderúrgico –, valendo-se da estatização, da criação de empresas de economia mista e da detenção exclusiva de empresas sob o regime de direito privado.

O apogeu desse figurino institucional intervencionista encontrou sua expressão lapidar em políticas como o *New Deal* norte-americano, que redefiniu o padrão de relacionamento entre o governo e a economia privada por meio de investimentos e regulamentações estatais. Consistindo em um conjunto de ações governamentais implementadas nos Estados Unidos, entre 1933 e 1937, pelo presidente Franklin Delano Roosevelt, tinha como objetivo recuperar a economia norte-americana e assistir os prejudicados pela Grande Depressão. Na prática, essa contundente intervenção estatal materializou-se mediante o controle sobre instituições financeiras, investimentos maciços em obras de infraestrutura para a geração de empregos,

[8] Essa atuação empresarial justificava-se por diversas motivações de interesse público, que iam desde a implementação de programas sociais e o controle de atividades básicas até a manutenção da exploração de indústrias decadentes para a proteção dos empregos.

concessão de subsídios agrícolas, criação da Previdência Social e o fomento à organização sindical dos trabalhadores (Figueiredo, 2014).

Ressalta-se que o *New Deal* - bem como outros tantos planos político-econômicos - teve forte inspiração keynesiana. Em oposição à crença clássica na autorregulação dos mercados livres, a teoria de John Maynard Keynes consolidou a premissa de que a intervenção do Estado é essencial para o desenvolvimento econômico e a manutenção do equilíbrio do sistema. Segundo Keynes (1996)[9], o capitalismo é intrinsecamente instável e frequentemente sujeito a crises de desemprego geradas pela insuficiência da demanda efetiva. Para solucionar tais falhas, o poder público não deve permanecer inerte, mas sim atuar ativamente por meio de políticas macroeconômicas, como os investimentos em infraestrutura e o uso de déficits fiscais controlados, com o intuito de estimular a demanda e reativar a produção nacional. Esse viés analítico refutou o otimismo passivo do liberalismo antigo ao comprovar que a retomada da prosperidade depende de ações sistêmicas governamentais, e não apenas do comportamento microeconômico isolado dos empresários.

Todavia, não obstante os inegáveis avanços conquistados, a estrutura hipertrofiada construída pelo Estado Social começou a exibir sinais de esgotamento e obsolescência na contemporaneidade. A assunção de uma miríade de responsabilidades empresariais e assistenciais, que acabou por extrapolar a capacidade gerencial do poder público no mercado, resultou em ineficiência crônica, culminando na vertiginosa explosão do déficit público e na severa crise financeira que ruiu as estruturas estatais a partir da década de 1960 (Saddy, 2018).

2.3. Estado Regulador

Em vista do insucesso do Estado Social, o Estado Regulador surge como uma resposta à crise de ineficiência e ao esgotamento gerencial do modelo de Estado intervencionista e burocrático, consoante Figueiredo (2014). Diante desse cenário de exaustão, fez-se necessária uma profunda reestruturação do papel governamental, promovendo a desestatização de diversos setores (Figueiredo, 2014). O poder público abandonou gradativamente a função de principal provedor e produtor direto de bens e serviços para assumir a condição de gerente e controlador do mercado (Figueiredo, 2014).

[9] Cf. o título original: *The General Theory of Employment, Interest and Money*.

Para Lopes (2018), o Estado Regulador surgiu para substituir a intervenção direta por impulsos controladores indiretos para lidar com a crescente complexidade socioeconômica. Nesse novo paradigma institucional, o direito assume uma função precipuamente reflexiva, atuando por meio de mecanismos organizacionais e procedimentais mais abstratos em vez de puras imposições materiais e finalísticas:

> *A configuração reflexiva do direito leva a um trânsito entre direito formal, direito material e direito reflexivo. Diante da insuficiência da racionalidade material e de resultados para legitimação do Estado, faz-se necessária uma racionalidade discursiva, adensada por critérios normativos veiculados em procedimentos de discussão e decisão, num espaço que permita a colaboração da ciência, da política e do espaço público, em que estariam inseridos atores como associações, sindicatos e outras entidades e pessoas da sociedade civil, colocando-se como característica marcante a reflexividade. O direito deixaria de desempenhar exclusivamente o papel de meio para os objetivos do sistema político burocrático, colonizador do mundo da vida, passando a se conformar como instituição veiculadora dessa racionalidade discursiva e reflexiva.*

Consoante a isso, o objetivo fundamental é preservar a autonomia do sistema econômico e evitar sua excessiva politização, ao mesmo tempo em que fornece os pressupostos para a autorregulação democrática dos subsistemas sociais (Lopes, 2018). Desse modo, o poder político-burocrático consolida-se na forma de um sistema administrativo resguardado de pressões partidárias e públicas, operando por intermédio de autoridades reguladoras criadas para atenuar deficiências a partir de correções compensatórias indiretas (Lopes, 2018).

Não obstante, é crucial superar a ideia de que a legitimação da intervenção regulatória se resume apenas à busca da eficiência do mercado. A regulação moderna, além de corrigir as denominadas falhas de mercado, como a formação de monopólios abusivos e a assimetria de informações, opera para eliminar a ocorrência de externalidades negativas que prejudicam o bem-estar da coletividade como um todo, não somente o mercado, de modo a concretizar direitos fundamentais (Figueiredo, 2014). Em tal circunstância, a interferência regulatória procura equilibrar a legítima busca de ganhos privados com o imperativo inafastável de proteção aos diversos atores afetados (Figueiredo, 2014).

Na atual ordem jurídico-econômica brasileira, a formatação do Estado Regulador não é diferente do modelo eurocêntrico[10], fundamentando-se precipuamente na atuação indireta sobre o domínio econômico. Segundo o texto da Constituição Federal[11], o Estado passa a atuar como agente normativo e regulador da atividade econômica, exercendo as funções essenciais de fiscalização, incentivo e planejamento. Essa postura significa que a exploração direta da economia pelo poder público torna-se uma autêntica exceção, permitida apenas em casos estritos de segurança nacional ou de relevante interesse coletivo. Consequentemente, o modelo consagra o princípio da subsidiariedade, legitimando a intervenção estatal direta apenas naquelas áreas em que a livre iniciativa se mostre ausente ou incapaz de satisfazer os anseios da sociedade (Figueiredo, 2014; Tavares, 2018).

Mais detidamente à conjuntura institucional, Lopes (2018) aponta que a gênese do Estado Regulador no Brasil se dá por mudanças institucionais possibilitadas pela reorganização da política econômica:

> Após a estabilização monetária brasileira na década de 90 do século XX, houve uma reorganização da política econômica para adequar os investimentos do Estado a um regime de disciplina fiscal, possibilitando a estabilidade macroeconômica, assim como para facilitar o ingresso de capital estrangeiro na economia brasileira, com a privatização de várias empresas estatais brasileiras. Esse contexto econômico foi acompanhado de mudanças institucionais com a edição de nova legislação concorrenciais, para incentivar a competição nos mercados brasileiros, e com a criação de várias agências reguladoras.

Para operacionalizar tecnicamente essa nova forma de intervenção, o Estado brasileiro passou a instituir as chamadas agências reguladoras, dotadas de elevado grau de especialização e competência técnica. Essas autarquias, sob regime jurídico especial, foram concebidas com o fito de normatizar mercados específicos e fiscalizar de perto a prestação de serviços públicos que foram delegados à iniciativa privada.

---

[10] Consoante Lopes (2018), os modelos paradigmáticos de Estado são essencialmente eurocêntricos. Todavia, embora o Brasil possua uma construção jurídico-estatal singular, o estudo de tais paradigmas "é válido para o cenário brasileiro, eis que se trata de formas de ordenação social, com uma tecnologia subjacente, que foi absorvida pelas instituições nacionais" (p. 73).

[11] Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

A regulação exercida por essas entidades especializadas busca estabelecer um delicado ponto de equilíbrio entre os três principais atores do cenário socioeconômico, quais sejam, o Estado, os agentes privados e os cidadãos consumidores (Figueiredo, 2014). Para o autor, essa triangulação institucional de interesses confere ao ambiente regulado a previsibilidade e a segurança jurídica que são vitais para atrair investimentos substanciais e fomentar o desenvolvimento nacional de longo prazo.

De mais a mais, o Estado Regulador também se destaca por uma produção normativa de caráter conjuntural, capaz de acompanhar com agilidade a velocidade das inovações tecnológicas e as flutuações do mercado (Aranha, 2025). O exercício desse poder normativo secundário não configura violação ao princípio da legalidade, pois as agências apenas complementam e dão concretude aos parâmetros abstratos previamente estabelecidos nas leis instituidoras (Figueiredo, 2014). Trata-se de uma verdadeira administração gerencial das leis, em que o Estado atualiza constantemente o arcabouço setorial para evitar a obsolescência das regras jurídicas diante das novas realidades econômicas (Aranha, 2025).

Cumpre ressaltar que a transição paradigmática para o Estado Regulador não deve ser confundida com uma política de desregulação integral ou de uma possível crença na infalibilidade natural do livre mercado (Aranha, 2025). A desestatização de antigas companhias estatais e a correlata transferência da execução dos serviços essenciais para a esfera privada exigiram, de modo paradoxal, a criação de novas e mais sofisticadas regras de convívio e controle econômico.

Em razão de tal contexto normativo, o mercado livre e eficiente é compreendido pelo Direito como um ambiente institucional artificial criado e mantido pela própria regulação estatal imposta (Aranha, 2025). Nesse sentido, a presença do Estado continua sendo uma premissa imprescindível, atuando de maneira a coibir concentrações abusivas de poder econômico e tutelar a harmonia concorrencial almejada (Figueiredo, 2014).

2.4. Marco Teórico da Regulação

Segundo Aragão (2001), a regulação estatal da economia consubstancia-se como um conjunto de medidas legislativas, administrativas e convencionais por meio das quais o Estado determina, controla ou influencia o comportamento dos agentes. Em que pese tal

conceituação ser estritamente normativa, ela contempla a atuação prática das entidades governamentais no tocante à regulação setorial econômica. Considerando uma perspectiva *lato sensu*, a regulação, mesmo que normativa, atua orientando a economia de maneira indutiva rumo a direções socialmente desejáveis, não se limitando a opor mecanismos de privação da liberdade privada de modo coercitivo.

Em outra perspectiva, Lopes (2018) a noção de regulação é dada como uma tecnologia, vigendo na interseção entre as forças econômicas e as estruturas políticas estatais. Nesse cenário, o sistema jurídico, consequentemente, atua como o grande articulador dessa complexidade, tendo de resguardar sua própria essência e, ao mesmo tempo, garantir que os demais subsistemas sociais funcionem de forma integrada.

Como tecnologia, a regulação tem a produção de uma utilidade pública essencial, "em regime de mercado", como seu fim (Lopes, 2018). De tal circunstância, "embora não constituam direitos sociais diretamente entregues pelo Estado, essas utilidades públicas constituem prestações materiais cujo objetivo é maximizar o bem-estar de cidadãos, sob as vestes de consumidores de mercados regulados". Prossegue o autor sintetizando que "a atividade do Estado Regulador tem sua adequação aferida a partir de critérios de eficiência e êxito na entrega dos produtos regulados.

Convém mencionar que o conceito da regulação não engloba somente seu aspecto normativo. É, na realidade, mais abrangente, conforme elucida Oliveira (2014)[12].

Objetivamente, a regulação visa garantir a observância dos princípios da ordem econômica e o fomento de políticas públicas (Figueiredo, 2014). Para a consecução desse objetivo, a atividade regulatória se materializa como um autêntico processo de decodificação e adaptação contínua, no qual o Estado ajusta suas regras em resposta aos estímulos e à dinâmica do próprio sistema regulado (Aranha, 2025). Por isso, a contemporânea regulação tem abandonado, ainda que paulatinamente, a visão engessada baseada puramente em comando e controle para incorporar, de forma inovadora, estratégias de regulação responsiva

[12] O autor demonstra que a regulação abrange diversas áreas do mundo da vida, indo das ciências médicas às ciências econômicas. Em todas as suas facetas, o fenômeno regulatório se desenvolveu de modo peculiar, englobando aspectos inerentes a cada área.

e esquemas de incentivos, sendo mais eficazes dentre a metodologia regulatória estatal (Aranha, 2025).

No plano estritamente econômico, a finalidade central da regulação consiste em prevenir e corrigir as chamadas falhas de mercado, as quais ameaçam constantemente o bem-estar socioeconômico da população (Figueiredo, 2014). Tais disfunções manifestam-se frequentemente sob a forma de indesejáveis monopólios, oligopólios, externalidades negativas prejudiciais ou grave assimetria informativa, exigindo, nesses casos, uma pronta intervenção do Estado para restabelecer a normalidade do setor. Assim, a atividade regulatória teleologicamente direcionada busca assegurar que a natural interação entre produtores e consumidores resulte em níveis sempre eficientes de quantidade, de qualidade e de preço (Figueiredo, 2014). Por conseguinte, a escorreita atuação governamental protege a coletividade contra os possíveis abusos do poder econômico e garante uma imprescindível transparência nos negócios firmados na esfera privada (Figueiredo, 2014).

Conforme a lição de Ronald Coase, a intervenção do Estado na fixação de regras justifica-se pela existência de custos de transação[13], evidenciando que as pessoas, agindo livremente, nem sempre alcançam o resultado socialmente ótimo, uma vez que o mercado muitas vezes falha na alocação eficiente de direitos e deveres. No cenário brasileiro, o mercado é compreendido como uma opção política e criação do Direito, alicerçado na livre iniciativa e na dignidade da pessoa humana, mas que padece de disfunções — as falhas de mercado — que demandam correção para que se aproximem do modelo de concorrência perfeita.

Em verdade, a prática regulatória hodierna reconhece abertamente que o mercado não é uma entidade natural intangível, reconhecendo-o como uma instituição artificial e estritamente jurídica que precisa ser continuamente recriada e mantida pelo próprio Estado para funcionar de modo adequado (Ortiz, 2005). Nesse sentido, a intervenção visa facilitar a entrada e a saída de agentes no setor afetado, propiciando a almejada pluralidade de escolhas e coibindo os privilégios desproporcionais assegurados pela indevida concentração de capital

[13] "O custo de transação é um conceito central na teoria econômica que se refere aos custos envolvidos na realização de uma transação, ou seja, na transferência de bens ou serviços de um indivíduo ou empresa para outro. Estes custos podem incluir, por exemplo, os gastos de negociação, de medição, de monitoramento, de garantia, e de administração. A sua importância está no fato que este dispêndio afeta a capacidade dos indivíduos e das empresas de alocarem recursos de forma eficiente." (Yeung & Camelo, 2023).

(Ortiz, 2005). O Estado ativamente age, portanto, para domar as vantagens desmedidas de certos atores dominantes, fomentando uma rivalidade saudável que impulsione a inovação tecnológica contínua e a devida modicidade das tarifas cobradas aos usuários finais (Ortiz, 2005).

Tomando que o direito assume uma função acentuadamente reflexiva, a regulação atua, destarte, mediante estímulos e impulsos controladores indiretos, refutando intervenções estatais desmedidas que possam asfixiar a autonomia dos agentes privados ou politizar excessivamente a esfera econômica (Lopes, 2018).

Busca-se, assim, instituir um modelo plural no qual os reguladores atuam na correção de falhas e disfunções sem substituir a livre iniciativa em seu papel propulsor social (Ortiz, 2005). Embora distante, o fim último dessa arquitetura regulatória é promover um direito responsivo capaz de compatibilizar a eficiência dos mercados com a imprescindível integração social e a consecução de objetivos previamente traçados.

Outrossim, a regulação se desenvolveu tendo como pano de fundo teorias com o fito de legitimá-la. Lopes (2018) descreve três categorias:

> As teorias aqui elencadas serão divididas em três grandes categorias de teorias sobre regulação: interesse público, interesse privado e institucionalistas. As teorias do interesse público consideram que o legislador e os agentes reguladores buscam atingir fins coletivos e promover o bem-estar da comunidade, com ênfase em aspectos prescritivos. As teorias do interesse privado são céticas em relação ao "interesse público", ressaltando que a regulação em geral atende grupos particulares, com ênfase em aspectos descritivos. As teorias institucionalistas enfatizam a interdependência do Estado e dos particulares na persecução conjunta de benefícios privados e públicos dentro do regime regulatório. Teorias institucionalistas mesclam elementos descritivos e prescritivos, enfocando a razão do surgimento da regulação e a explicação dos objetivos que ela deveria atingir.

Tais teorias não são exaustivas. Na realidade, essas correntes teóricas têm o propósito exclusivo de demonstrar as múltiplas lentes pelas quais a doutrina anglo-americana, que desenvolveu a regulação contemporânea, interpreta o fenômeno da regulação.

Cabe mencionar que essas análises privilegiam fundamentos da política e da economia. Assim, elas atestam que o campo regulatório transcende os limites da esfera estritamente normativa, como bem pontua Lopes (2018).

2.5. Regulação e Direitos Fundamentais

A compreensão do moderno Estado Regulador exige o reconhecimento de que a sua intervenção na economia não possui um fim em si mesma. Sobretudo, a regulação encontra sua razão de ser na proteção mediata e imediata dos direitos fundamentais (Aranha, 2025).

O cerne inaugural da regulação concorrencial não surgiu para defender abstratamente o comércio. Em verdade, surgiu para tutelar o direito fundamental à igualdade de condições competitivas entre os atores econômicos.

A progressiva atribuição de personalidade jurídica às corporações introduziu no cenário social entes empresariais imortais e dotados de imensa capacidade de acumulação de capital, o que desequilibrou enormemente as forças em relação aos seres humanos finitos. A intervenção e o controle do Estado tornaram-se absolutamente imprescindíveis para nivelar essas agudas diferenças estruturais, evidenciando que qualquer política regulatória visa proteger mediatamente o núcleo dos direitos fundamentais. Nesse sentido, Aranha (2025):

> *Assim, é inquestionável que o mercado deva ser protegido, mas, ao se afirmar isso, permanece oculto o verdadeiro protagonista do cenário regulatório: o direito à igualdade de condições concorrenciais.*
>
> *Essa origem em um direito fundamental do objeto de proteção regulatória de um tipo regulatório transversal usualmente reconhecido como protetivo do mercado demonstra como é possível realizar a engenharia reversa de todos os bens jurídicos imediatos protegidos por tipos regulatórios gerais (concorrência, trabalho, consumo, meio-ambiente, tributação etc.), setoriais ou regionais a direitos fundamentais que os justificam e lhes dão o tom, a medida e orientação protetiva. A regulação, em um Estado de Direito, protege diversos bens jurídicos imediatos, mas todos embasados em direitos mediatamente protegidos por tais elencos pontuais. Qualquer regulação tem por objetivo a proteção mediata de direitos.*

Durante o transcurso do século XX, a percepção jurídica dos direitos individuais evoluiu de meras liberdades abstratas de caráter negativo para demandas materiais e concretas

que exigem atuações positivas do poder público. O Estado Regulador assimilou integralmente essa mudança paradigmática ao compreender que a sua intervenção é a garantia perene de preservação das prestações essenciais à fruição digna dos direitos fundamentais. Em virtude disso, Aranha (2025) observa que o pressuposto do Estado Regulador não é outro senão "a compreensão da intervenção estatal como garantia de preservação das prestações materiais essenciais à fruição dos direitos fundamentais".

Nesse contexto, Aranha (2025, p. 11-12) aponta que a nova dinâmica de deveres estatais evidencia-se nitidamente na regulação setorial de áreas de interesse público primário, tais como os grandes setores de saúde, educação, transportes e energia. Nesses complexos ambientes, o adensamento contemporâneo do conteúdo normativo dos direitos sociais e fundamentais passa a depender intrinsecamente da capacidade de a regulação gerenciar e direcionar os investimentos empresariais privados.

No peculiar sistema constitucional brasileiro, a devida subordinação da economia aos direitos humanos e preceitos coletivos revela-se inquestionável, pois a ordem econômica encontra-se alicerçada na inafastável valorização do trabalho e na impositiva busca pela existência digna (Tavares, 2018). Segundo o autor, o ordenamento jurídico repele radicalmente a concepção de um capitalismo desregrado, fixando para o Estado o firme dever de intervir indiretamente mediante funções vitais de fiscalização, incentivo e planejamento estratégico.

Com efeito, o princípio basilar e imperativo da redução das desigualdades regionais e sociais orienta o órgão regulador a utilizar rigorosamente as políticas públicas para distribuir as riquezas produzidas de maneira equitativa em todo o território nacional. Dessa exata forma, a regulação exige que os atores integrantes do mercado não sejam encarados unicamente como máquinas de produção de lucro isolado, todavia, devem ser como elementos vitais e parceiros na edificação contínua de um ambiente solidário interdependente, conforme se depreende de Aranha (2025). A verdadeira e legítima eficiência do setor regulado mede-se, consequentemente, por sua contribuição material concreta para a erradicação da marginalização socioeconômica e pela ampla promoção da justiça distributiva.

Entende-se, portanto, que a relação entre o fenômeno da regulação e a proteção dos direitos fundamentais afasta qualquer tentativa de reduzir o Estado Regulador a um mero

gestor de interesses privados, estando a atual intervenção estatal alinhada com os ditames constitucionais à efetiva concretização da dignidade humana.

3. REGULAÇÃO E MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Delimitado o fenômeno regulatório, tanto em sua dimensão paradigmática, quanto em seu sentido finalístico, importa vislumbrá-lo em um setor específico. Para tanto, escolheu-se analisar a regulação do mercado de valores mobiliários, mais especificamente o mercado de fundos de investimentos em direitos creditórios, tendo-se em vista a complexidade e relevância socioeconômica do setor.

De antemão, cabe informar que o mercado de valores mobiliários é um segmento do sistema financeiro, no qual as unidades produtivas captam recursos diretamente dos poupadores por meio da emissão pública de instrumentos financeiros (Zakia, 2024). Diferentemente do mercado de crédito bancário, a relação de financiamento estabelece-se de forma direta entre o prestador dos recursos e o seu beneficiário final, figurando as corretoras e distribuidoras como meras intervenientes. Zakia (2024) esclarece sua diferença do mercado financeiro:

> *O mercado de valores mobiliários difere do mercado financeiro, porque naquele a relação de financiamento se estabelece diretamente entre o prestador de recursos e o seu beneficiário (sem intermediação bancária), a partir de emissão de obrigações primárias ou diretas, como ações, debêntures, commercial papers, adquiridas diretamente pelo investidor no mercado primário. Neste mercado, o intermediário se caracteriza como mero interveniente (e não como contraparte), apenas presta serviços de aproximação, representação ou liquidação de operações para seus clientes, partes reais das negociações.*

Além da captação inicial de recursos no chamado mercado primário, há a presença de um mercado secundário, onde os títulos já emitidos são livremente negociados entre os próprios investidores (Zakia, 2024). Essa estrutura secundária é fundamental para conferir a devida liquidez aos ativos financeiros, permitindo que os adquirentes repassem seus papéis de maneira ágil e segura.

Historicamente, o ímpeto regulatório do mercado de valores global foi catalisado pela Grande Depressão de 1929 e pelo subsequente colapso da *New York Stock Exchange* ("NYSE"). A experiência norte-americana com a criação da *Securities and Exchange Commission* ("SEC") em 1934 estabeleceu as fundações da supervisão moderna, focando na ideia do *disclosure* como meio de prevenir delitos e garantir decisões de investimento esclarecidas (Sztajn, 2004). No Brasil, esse movimento consolidou-se na década de 1960 e atingiu seu marco definitivo em 1976, com a promulgação das Leis nº 6.385 e nº 6.404, que criaram a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") e disciplinaram as sociedades por ações, visando restaurar a confiança dos investidores e canalizar a poupança popular para o setor produtivo, no âmbito do desenvolvimentismo econômico.

A dimensão teleológica da regulação do setor orienta-se por objetivos consensuais internacionalmente sistematizados pela *International Organization of Securities Commissions* ("IOSCO"), que se consubstanciam na proteção dos investidores, na garantia de mercados equitativos, eficientes e transparentes e na redução do risco sistêmico (Câmara, 2009). Consoante a tais balizas principiológicas, a regulação atua precipuamente para combater a assimetria informacional, um vício de mercado onde a disparidade de conhecimento entre emissores e investidores pode levar ao fenômeno da seleção adversa, no qual produtos de má qualidade acabam por expulsar os bons do mercado (Sztajn, 2004). Nesse contexto, a informação é alçada à condição de principal bem jurídico tutelado, funcionando como instrumento de garantia do direito de propriedade dos acionistas, especialmente os minoritários (De Marco, 2010).

Em que pese a regulação pública ser a predominante, Sztajn (2004) explica que a estrutura regulatória do setor é marcada por forte autorregulação, em concomitância com aquela. Enquanto a CVM, na qualidade de autarquia especial, exerce a regulação estatal mediante poder normativo, fiscalizador e sancionador, as entidades de autorregulação, como a Bolsa de Valores Brasileira ("B3") e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais ("ANBIMA"), atuam como órgãos auxiliares. A autorregulação é valorizada por sua proximidade com as peculiaridades do mercado, permitindo maior agilidade e adesão voluntária às normas, embora permaneça sob a supervisão residual do Estado para evitar conflitos de interesse ou leniência.

Em ambas as dimensões, a materialização da atividade regulatória do mercado de valores mobiliários desdobra-se em três vertentes, sendo elas a regulação de condutas - que estabelece padrões éticos e de transparência nas relações com investidores -, a regulação prudencial - focada na solidez e solvabilidade das instituições - e a regulação sistêmica - voltada à preservação da estabilidade do sistema financeiro como um todo contra externalidades negativas e crises de contágio, conforme Zakia (2024).

Zakia (2024) reforça que, hodiernamente, se observa uma transição paradigmática na atuação da CVM, partindo da metodologia de comando e controle para a teoria da regulação responsiva. Esse modelo propõe uma dinâmica flexível e escalonada, utilizando desde instrumentos brandos de persuasão e educação até sanções severas, adaptando a resposta estatal ao perfil comportamental do regulado e à gravidade da conduta.

Ressalta-se que o mercado de valores mobiliários está longe de ser um ambiente homogêneo, uma vez que é composto por uma pluralidade de atores, cujos interesses e deveres se entrelaçam constantemente. Ante tal complexidade, a regulação vê-se obrigada a adequar-se aos diferentes contextos do mercado.

É por conta dessa dinâmica de funcionamento do mercado que justifica delimitar o escopo da presente investigação da regulação aplicada ao mercado de valores mobiliários. Dentre todos os atores vinculados a valores mobiliários, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ("FIDCs") assumem uma posição de destaque, especialmente se considerado o exponencial crescimento do setor de fundos de investimentos[14]. Todavia, sem regras de conduta, parâmetros prudenciais e exigências de transparência, a assimetria informacional pode comprometer a eficiência alocativa desse mercado. Dado tais fatores, é forçoso reconhecer que os fundos de investimento, de um modo geral, são alvos constantes de vastas normas regulatórias, tanto daquelas originadas pela CVM quanto da autorregulação setorial.

[14] Segundo dados da ANBIMA, os fundos de investimento tiveram uma alta de 17,9% no ano de 2025, tendo finalizado o ano com volume no montante de R$ 2,05 trilhões. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/investimento-dos-brasileiros-cresce-15-5-e-atinge-a-marca-de-r-8-5-trilhoes-em-2025.htm. Acesso em: 30 abr. 2026.

3.1. Criação dos Fundos de Investimentos

Apesar de haver grande expansão na indústria de fundos de investimento em todo o mundo, a história desses veículos é pouco abordada pela literatura especializada. No cenário mundial, não é possível precisar o marco histórico da criação dos fundos de investimento, tendo em conta as variações daquilo que se possa definir como fundo de investimento em cada país - possuidores de realidade jurídica própria. Contudo, a pouca literatura nacional converge para o entendimento de imputar aos *investment trusts* como o paradigma daquilo que se tornaria classificável como fundo de investimento, conforme Paiva (2015).

Os *investment trusts* surgiram na Inglaterra, por volta do ano de 1849 (Alonso, 1971), advindos do *trust*. O *trust* é um instrumento jurídico anglo-saxão medieval, ainda em voga atualmente, que diz respeito à relação fiduciária entre pessoas e bens. Conceitualmente, pode-se definir o *trust*, segundo Salomão Neto (2016), como sendo:

> *(...) a transferência de propriedade ou titularidade sobre um bem corpóreo, móvel ou imóvel, ou incorpóreo, como os direitos, a um terceiro denominado trustee, a quem incumbe exercer os direitos adquiridos em benefícios de pessoas designadas expressamente no instrumento criador do trust, ou indicadas pela lei ou jurisprudência na falta de tal instrumento, chamadas de beneficiários ou cestui que trust.*

Ainda de acordo com Salomão Neto (2016), os *trusts* se originaram na Inglaterra Medieval, no século XI, quando da invasão normanda à Inglaterra Anglo-Saxã. Os *trusts*, naquele contexto, surgiram da insatisfação de vassalos ou *tenants* e monges quanto ao poder do suserano sobre as terras que aqueles possuíam - já que não tinham a propriedade, esta pertencente somente ao suserano -, que limitava a sucessão aos herdeiros dos vassalos e de monges e instituições religiosas de adquirirem terras para a manutenção de suas atividades religiosas. Nesse sentido, a criação do *trust* possibilitou aos vassalos o planejamento de sucessão de seus direitos reais sobre imóveis aos herdeiros em caso de partidas à guerras - tendo em conta o iminente risco de morte -, bem como oportunizou aos monges adquirirem bens por pessoa interposta para fins de sustento de mosteiros, escolas e igrejas.

Em se tratando propriamente do *investment trust*, a figura do titular e proprietário dos bens é representada pelo investidor, que também é o próprio beneficiário, ordinariamente. Na

prática do mercado, os bens administrados pelo *trustee* são capitais, sendo então gestados para gerarem frutos e retornos ao investidor ou *settlor*, ou seja, em benefício ao próprio instituidor do *trust* na qualidade de investimento. Nota-se que o *investment trust* nada mais é do que a utilização do clássico instituto *trust* para fins de investimento, conforme aponta Rafael Freitas.

Ressalta-se que os *investment trusts*, até esse momento, são constituídos na forma contratual, não havendo qualquer relação societária envolvendo as partes no *trust*. No entanto, tal perspectiva muda a partir da publicação do *Companies Act* em 1862 na Inglaterra, que estabelece disciplina jurídica às sociedades anônimas. Isso porque, a partir do entendimento judicial à época, os *investment trusts* começaram a ser tratados como sociedades, em consonância com o *Campanies Act*. Pava (2015) destaca os apontamentos realizados por Ricardo Freitas de momentos cruciais para a vinculação societária aos *investment trusts*:

> *"Dois eventos são apontados por Ricardo Freitas como motivos pelos quais houve forte retração dos unit trusts: uma decisão judicial, proferida em 1879, por meio da qual se declarou que o investment trust com mais de 20 pessoas e que não fosse registrado nos termos do Companies Act, de 1962, era ilegal, e a falência do Baring, em 1890. Em virtude desses eventos, até 1930 a figura societária prevaleceu sobre a figura do trust na Inglaterra, porém a denominação investment trust continuou a ser utilizada."*

A partir de então, a tradicional estrutura dos *trusts* passou a ser deslocada, dando espaço às sociedades de investimentos - ainda sob denominação de *investment trusts*, que se manteve apesar de não mais representá-la materialmente. Em 1931, o regime jurídico societário dos *investment trusts* é enfatizado, já que por atos normativos cria-se as sociedades de investimento profissionais, atribuindo natureza jurídica própria aos investment trusts.

Contudo, não significa dizer que a estrutura dos *trusts* foi abolida. Tanto o é que Paiva (2015) afirma que a delimitação conceitual de *investment trust* se refere a veículos de investimento coletivo tanto na esfera contratual, relativo ao *trust*, quanto a de companhias de investimento, regidas por relações societárias. Ademais, a estrutura do *trust* é bastante utilizada, especialmente se tratando de investimentos fora de um determinada jurisdição, que demandam a reunião de poucos investidores - comumente famílias - e propicia incentivos

fiscais, em virtude de seu estabelecimento em países com menores tributações, na modalidade *offshore*.

Fora da Inglaterra, os fundos de investimento se espalharam rapidamente. Especialmente nos Estados Unidos da América, encontraram um ambiente propício ao seu crescimento, tendo em vista a crescente aceleração econômica norte-americana. Barreto Filho (1956) enfatiza o hábil espaço americano para proliferação dos fundos de investimento.

No Brasil, a sua chegada representou grandes discussões, já que calcado em instrumento jurídico totalmente apático à dogmática jurídica vigente. Desse modo, a doutrina jurídica e jurisprudencial pátria teve de se debruçar a respeito da adequação regimental dos fundos de investimento.

3.2. Fundos de Investimento no Brasil e Regulação

Os fundos de investimentos surgiram no mercado nacional em 1957, com a constituição do pioneiro Fundo Crescinco. Tal fundo inaugurou uma nova forma de se investir em terras brasileiras, importando um novo modelo de alocação coletiva de recursos, conforme descreve Alonso (1971):

> *Passo decisivo na história dos investimentos no Brasil foi dado pelo Fundo Crescinco, constituído aos 18 de janeiro de 1957, em São Paulo. Dito fundo trazia ao nosso mundo a "management company" do tipo "open end" de carteira diversificada, que é a modalidade hoje largamente adotada em sua versão brasileira dos "fundos em condomínio aberto".*

Anteriormente aos fundos de investimentos, o Brasil já dispunha de significativa parcela de sociedades dedicadas ao investimento, cuja modalidade era sempre fechada ou de caráter familiar (Alonso, 1971). Tal realidade de alocação de recursos de modo privado, inacessível à terceiros, diverge da concepção mais comum hodiernamente sobre fundos de investimento, que dominam no mercado de valores mobiliários sob a forma de fundos abertos, isto é, que não impõe barreiras de natureza sanguínea e parentesca para ingresso no fundo.

Sobre aspectos normativos, a história dos investimentos no Brasil é um pouco mais assertiva. Segundo Alonso (1971), a fonte principal remonta ao Decreto-lei nº 7.583, de 1945, acrescido da Portaria nº 88 de 08 de junho de 1945. O autor prossegue enfatizando algumas normas, quais sejam: Decreto-lei nº 9.603 de 1946; Portaria nº 309 de 1959, e; Resolução 145 de 1970 do Banco Central do Brasil ("BACEN").

Veja-se, então, que na década de 1950 coabitavam fundos de investimento e sociedades de investimento. Com a chegada dos fundos de investimento, muito passou a se discutir sobre seu tratamento jurídico, pois os fundos de investimento traziam a ideia do *trust* ao Brasil, não sendo possível qualificá-lo aos moldes da dogmática jurídica em vigência à época.

À isso, dá-se especial atenção à Portaria de nº 309, editada pelo então Ministério da Fazenda ("MF") no ano de 1959. A norma estabeleceu a criação de fundos em conta de participação ou em condomínio, mediante administração das sociedades de investimento, devendo os certificados e títulos correspondentes aos fundos serem nominativos e livremente transferíveis. Mesmo que permitindo a constituição de fundos em conta de participação, a ideia de fundo como condomínio se tornou mais aceita no mercado, já que não atribuía aos investidores nenhum *status* de sócio, sequer oculto, mas tão somente de coproprietário do patrimônio do fundo (Alonso, 1971). Contudo, embora tendo disposto sobre os fundos, a portaria, por sua abrangência, não conteve a grande discussão sobre como deveria ser o regimento aplicável aos fundos: se como sociedade ou como condomínio.

Nesse quadro emblemático de debate, Alonso (1971) ressalta a posição dos principais autores quando da chegada dos fundos de investimento ao Brasil. Confira-se:

> *Os autores pátrios, quando se definiram, tomaram diferentes posições: OSCAR BARRETO FILHO e BERNARD PAJISTE, consideram os Fundos como "sociedade em conta de participação"; PETER WALTE R ASHTON, com CYRN E LIM A consideram-nos como "expectativas de condomínio" ou "spes condominii". Estes autores têm, entre outros, o grande mérito de terem escrito quando nada havia, praticamente, sobre a especialidade. PONTES DE MIRANDA, mais recentemente, os considera como "Condomínios", embora não fundamente a sua opinião, sendo esta não só a sua denominação legal, mas a "opinio communis", que vai se formando à margem do direito.*

Segundo Porto & van Buggenhout (2024), a década de 1960 trouxe marcos decisivos com a criação do Conselho Monetário Nacional ("CMN") e do BACEN em 1964, que seriam entidades cruciais para o desenvolvimento jurídico dos fundos de investimento em solo brasileiro. A despeito disso, a Lei do Mercado de Capitais (Lei nº 4.728/1965) demonstrou certa preferência do legislador em estruturar os fundos sob a forma de sociedades anônimas de capital autorizado. Ocorre que essa tentativa não prosperou como o padrão de mercado.

Para o deslinde da discussão acerca do tratamento jurídico que seria dado aos fundos de investimentos, houve a edição da Resolução nº 145, de 1970, do BACEN (Alonso, 1971). A norma regulamentou de forma completa os fundos mútuos de investimento sob a forma de condomínio e, essencialmente, estabeleceu a individualização entre o patrimônio do fundo e o do administrador, conferindo a segurança jurídica necessária para a expansão do mercado na bolsa de valores brasileira (Porto & van Buggenhout, 2024).

Em vista da criação da CVM em 1976, a autarquia passou a editar normativos acerca dos fundos de investimento. Dentre todas as disposições, destacavam-se as Instruções CVM nº[15]: 71, de 11/11/1987, que tratava sobre fundo mútuo de ações no mercado futuro de índices de ações; 205, de 14/01/1994, que tratava sobre o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário ("FII"); 356, de 17/12/2001, que tratava sobre constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios ("FIDC"); 391, de 16/07/2003, que tratava do funcionamento e a administração dos fundos de investimento em participações ("FIP"); e, em especial, 409, de 18/08/2004, revogado pela 555, de 17/12/2014, que tratava sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

Em que pese o conjunto normativo estabelecido pela CVM, a consagração definitiva da natureza jurídica no ordenamento legal só veio com a Lei nº 13.874/2019, conhecida como Lei da Liberdade Econômica. A legislação incluiu os fundos de investimento expressamente no Código Civil[16], definindo-os como comunhão de recursos sob a forma de condomínios de natureza especial. Esta tipificação afastou a incidência das regras gerais de condomínio do

[15] Todas as Instruções CVM mencionadas foram revogadas. Ademais, a taxonomia das normas da autarquia sofreu alteração, passando-se a denominar resolução.
[16] Arts. 1.368-C ao 1.368-F.

Código Civil e determinou que o fundo seja um ente despersonalizado, embora seja sujeito de direitos e obrigações.

Cabe ressaltar que as mudanças incrementadas no ordenamento brasileiro tratam da constituição de fundo de investimento de uma perspectiva geral, definindo uma estrutura basilar para essa modalidade de aplicação financeira. No entanto, há diversas categorias existentes no mercado, que possuem características e condições de funcionamento peculiares e exclusivas. Nesse cenário, é da alçada da regulação especializada contemplá-las em sua atividade normativa, diferenciado-as com rigor técnico adequado às conjunturas dos atores regulados.

À vista disso, a CVM tem produzido normas específicas a diversas categorias de fundos de investimento, comportamento praticado pela autarquia a partir do início do presente século. As inúmeras categorias de fundo, apesar de sua especialidade, não fogem do conceito disposto no *caput* do art. 1.368-C[17], sendo apenas desdobramentos de aplicações realizadas em ativos financeiros, bens e direitos, de modo que afasta eventual necessidade de inovação jurídica para atender o novo tipo.

3.3. Fundos de Investimento em Direito Creditório e Regulação

Das categorias de fundo estudadas, reguladas e fiscalizadas pela CVM, os fundos de investimento em direito creditório ("FIDC") representam grande destaque. São relevantes na medida em que se baseiam na prática de securitização de recebíveis, um mecanismo financeiro que permite às empresas captar recursos no mercado de capitais utilizando seus direitos de recebimento futuro como lastro.

No Brasil, a securitização ganhou impulso a partir de 2001, com a edição da Instrução CVM nº 356, que regulamentou, pela primeira vez, os FIDCs (Pires, 2025). A atração do mercado por esse mecanismo se deu em razão da possibilidade de firmas transformarem ativos ilíquidos em títulos negociáveis, promovendo uma ligação com os investidores sem a necessidade de custos intermediários do *spread*. Não à toa, os FIDCs tornaram-se uma das mais importantes inovações financeiras do país ao oferecer alternativas robustas ao crédito

[17] Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

bancário tradicional, fato que elevou o Brasil ao maior mercado de securitização da América Latina em 2006 (Gambôa, 2011).

Antes do advento dos FIDCs, as operações de securitização no Brasil ocorriam primordialmente por meio de Sociedades de Propósito Específico ("SPEs"), tendo a primeira operação de destaque ocorrido com a empresa Mesbla no ano de 1992 (Pires, 2025). Contudo, esse modelo inicial apresentava grande ineficiência, pois sofria com uma alta carga tributária (Gambôa, 2011), limitando severamente o volume financeiro das transações. Ainda segundo Gambôa (2011), a criação dos FIDCs resolveu esse gargalo ao instituir a figura do fundo de investimento estruturado, eliminando a incidência imediata desses tributos e proporcionando a desoneração fiscal necessária para o rápido crescimento do setor.

Ao longo da evolução dos FIDCs, a regulação passou por mudanças cruciais, buscando a sofisticação do mercado e mitigação de crises de governança. Instruções normativas subsequentes trouxeram novos avanços, como a criação dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios Não-Padronizados ("FIDC-NP") em 2006 para acomodar ativos de maior risco e o reforço ostensivo no papel de controle do custodiante em 2013. Mais recentemente, a Resolução CVM nº 175 de 2022 apresentou uma nova modelagem regulatória para o mercado de fundos de investimentos, transformando substancialmente os FIDCs. Tal mudança será melhor tratada oportunamente.

Em vista do favorável panorama regulatório, o funcionamento de um FIDC se firmou primordialmente na desintermediação financeira. Na prática cotidiana, uma empresa originadora vende seus direitos creditórios, como duplicatas mercantis ou cheques, para o fundo mediante a aplicação de um determinado deságio. Essa taxa de desconto aplicada na compra do ativo de crédito constitui a principal fonte de rentabilidade que, futuramente, será repassada aos investidores que adquiriram as cotas.

Após a formalização da cessão dos títulos, a titularidade do crédito é juridicamente transferida do FIDC. O devedor original passa a ser notificado legalmente para realizar o pagamento de sua dívida diretamente em uma conta bancária vinculada ao fundo. À medida que essas obrigações de prazo definido são liquidadas pelos devedores, o fluxo de caixa gerado é imediatamente incorporado ao patrimônio do FIDC. Posteriormente, após a devida

dedução de todas as despesas operacionais e taxas administrativas, o resultado financeiro positivo é distribuído aos cotistas do fundo.

Para a operacionalização desse mecanismo financeiro, é exigida a atuação coordenada de múltiplos agentes altamente especializados. Para melhor elucidar tal ponto, Pires (2025) sabidamente aponta os participantes da estrutura de um FIDC, sendo eles o administrador, o gestor, o custodiante, as agências de *rating* e os auditores independentes. O administrador calcula o valor diário das cotas e cuida das obrigações legais, enquanto o gestor seleciona, analisa e precifica os direitos creditórios que irão compor a carteira de ativos. O custodiante desempenha o papel de guardar a documentação sensível e verificar a integridade e a titularidade do lastro, atuando como um fiscal dos interesses dos investidores. Adicionalmente, as agências de *rating* e os auditores independentes fornecem classificações rigorosas de risco e atestam publicamente a veracidade das demonstrações financeiras do fundo.

Cabe mencionar a relevância dos operadores do direito, sejam eles internos (pertencentes a equipe gestora), sejam externos (escritórios de advocacia), vez que realizam o "assessoramento jurídico necessário no processo de estruturação jurídica de um FIDC" (Pires, 2025).

Ante os riscos inerentes à securitização, a alocação interna de risco dentro de um FIDC é categoricamente estruturada por meio de diferentes classes de cotas, o que atrai investidores com variados níveis de tolerância à exposição de perdas. As classes de cotas desenvolvidas pelo mercado e chanceladas pela regulação são divididas em duas: cotas seniores e cotas subordinadas. Aquelas possuem prioridade absoluta no recebimento de amortizações e rendimentos, apresentando alta segurança de crédito e, consequentemente, menor rentabilidade oferecida, enquanto estas, as cotas subordinadas, são as primeiras a absorver passivamente eventuais calotes e perdas contratuais, funcionando como uma proteção de liquidez para os cotistas seniores.

Apesar de seus vastos benefícios estruturais, os FIDCs enfrentam riscos operacionais severos que necessitam de constante vigilância pela CVM. Casos paradigmáticos e complexos, como os fundos Trendbank e Silverado, evidenciaram os grandes perigos gerados pelo acúmulo irrestrito de funções, situações onde gestores originavam créditos fraudulentos e

fictícios sem a devida segregação de poderes de controle (Aguila, 2025). Tais dolorosos fatos forçaram a implementação impositiva de rigorosos gatilhos de proteção da carteira e a responsabilização fiduciária direta, além de individualizada, de cada prestador de serviço envolvido, a partir de mudanças significativas em normas da CVM.

3.4. Falhas de Mercado e FIDCs

No complexo panorama de riscos que permeia os FIDCs, evidencia-se uma preocupação intrínseca com as vulnerabilidades inerentes à sua estrutura. Sob essa ótica, a análise das imperfeições de mercado atreladas a esses veículos financeiros revela-se imprescindível para a mensuração da efetividade do arcabouço regulatório que disciplina o setor. Afinal, é a partir do mapeamento dessas falhas que se viabiliza o aprimoramento contínuo dos mecanismos de governança. Não obstante, importa traçar algumas considerações acerca do conceito de falha de mercado.

Conforme Porto & Garoupa (2022), falhas de mercado "refere-se a circunstâncias específicas que levam um sistema de livre mercado à alocação ineficiente de bens e serviços". Quando tomado na perspectiva mercadológica, essas imperfeições refletem fortes desvios das rigorosas condições ideais, tornando, portanto, o mercado ineficiente e desequilibrado[18]. Isso porque, "em situações de equilíbrio do mercado competitivo o resultado alcançado pelas livres forças de oferta e demanda é o "melhor" possível, ou seja, de eficiência econômica, sem desperdícios e máximo de ganhos" (Yeung & Camelo, 2023).

Em verdade, indivíduos e organizações, ao buscarem maximizar seus próprios interesses, passam a agir em dissonância com o bem-estar e o interesse social mais amplo. Para Porto & Garoupa (2022), as falhas de mercado ocorrem invariavelmente porque os agentes focam apenas em custos e benefícios privados, ignorando os profundos efeitos gerais de suas condutas comerciais.

A primeira grande categoria de falha discutida pela literatura econômica abrange a competição imperfeita. Ela ocorre de forma ampla, na medida que o mercado viola os

[18] Sendo a falha de mercado uma situação em que o mercado livre, por si só, não consegue alocar recursos de maneira eficiente - resultando em desperdício ou escassez -, os exemplos mais comuns incluem os monopólios, a poluição (externalidades negativas) e a falta de investimentos em bens públicos. Tais ocorrências exigem, muitas vezes, a intervenção do Estado para corrigir o problema.

pressupostos de multiplicidade de compradores e vendedores ou da homogeneidade padronizada dos produtos (Porto & Garoupa, 2022). Há diversas situações em que se nota a concorrência imperfeita, seja em oligopólios, seja em monopólios. Acerca destes, cabe ressaltar a ocorrência de monopólio natural, que surge em ocasiões onde a complexa tecnologia e os altíssimos custos de capital tornam mais eficiente concentrar toda a produção em apenas um único fornecedor predominante. Tais situações de grave assimetria de poder de mercado muitas vezes exigem a intervenção corretiva de órgãos de defesa da concorrência ou a criação de regulações específicas.

Outra falha de mercado de extrema relevância é a existência constante das externalidades nas mais diversas relações econômicas. Trata-se dos reflexos positivos ou negativos gerados pelas atividades de agentes econômicos que acabam sendo transferidos para outros (Yeung & Camelo, 2023). Dessa forma, indivíduos que não têm qualquer relação com o negócio original sofrem impactos diretos e severos, sem obter qualquer tipo de ressarcimento ou reparação (Porto & Garoupa, 2022). Quando geram impactos nocivos, são categoricamente classificadas como externalidades negativas, resultando em sobreprodução indesejada; paralelamente, as externalidades positivas ocorrem quando raras condutas geram benefícios não precificados para terceiros, causando uma restritiva oferta socialmente inferior ao nível ótimo de bem-estar preconizado (Porto & Garoupa, 2022).

Os bens públicos configuram a terceira modalidade clássica de falha microeconômica, caracterizando-se por serem produtos ou serviços de consumo simultaneamente não rival e não excludente (Porto & Garoupa, 2022). Yeung & Camelo (2023) explicam a caracterização de bens públicos:

> *Ter um consumo não rival quer dizer que, a quantidade disponível para o consumo de tal bem ou tal serviço é sempre a mesma, independente de quantas pessoas já a consumiram ou a consomem. Consumo não excludente talvez seja mais simples de entender: é difícil, ou mesmo impossível, excluir qualquer pessoa do consumo de tal bem ou serviço por não pagamento (ou qualquer outra razão).*

Salienta-se que o uso de um bem intrinsecamente público por uma pessoa não reduz sua valiosa disponibilidade para os demais usuários, sendo quase inviável impedir financeiramente o seu consumo livre por terceiros oportunistas. Ante isto, é gerado o

problema sistêmico dos caronas, que são indivíduos dispostos a usufruírem do serviço ofertado sem arcarem de fato com seus reais custos de produção, condição que provoca intervenção do Estado para arbitrar preços regulados ou instituir a inevitável cobrança contínua de impostos a fim de mitigar tal custo.

Em última análise das principais falhas de mercado abordadas pela literatura econômica, surge a assimetria de informação. Trata-se da ocasião em que os contratantes em uma negociação não terem conhecimentos iguais que são necessários para o entendimento pleno da transação (Porto & Garoupa, 2022). Tal falha se manifesta na figura do clássico problema do agente-principal[19], onde um indivíduo principal contrata um agente para executar uma tarefa cuja devida fiscalização direta e ininterrupta pelos reais interessados é excessivamente custosa e dificultosa na rotina (Porto & Garoupa, 2022).

Consoante Yeung & Camelo (2023), desse dilema derivam o risco moral e a seleção adversa. Naquele, a conduta oportunista e inobservável de uma parte age nas sombras e prejudica gravemente a outra parte exposta. Neste, a falta informacional sobre a qualidade intrínseca de um determinado bem ofertado acaba expulsando progressivamente os bons produtos e os bons agentes éticos das operações do mercado.

Pois bem. Quando transpomos a análise econômica da eficiência de mercado ao contexto dos FIDCs, a assimetria de informação destaca-se inquestionavelmente como a principal falha de mercado a ser enfrentada. A presença da desigualdade de condições permeia todas as relações do mercado de securitização, desde o vínculo entre cotistas e administradores/gestores à cessionários e sacados.

A exemplo disso, tem-se na relação cotista/administrador/gestor, em que os mais variados investidores de varejo e institucionais atuam categoricamente como principais ao alocarem volumosos capitais no veículo, não possuindo destreza e tempo para inspecionar fisicamente os sacados dos recebíveis. Noutro exemplo, há o comprometimento de diversas

[19] Também se dá a denominação “problema de agência”. Qualquer que seja seu nome, é um conflito de interesses onde uma parte - o agente - é contratada para agir em nome de outra - o principal -, porém, devido a interesses próprios e assimetria de informações, o agente pode tomar decisões que beneficiam a si mesmo em vez do principal.

relações - cotista/administrador/gestor e fundo/regulador, entre outras - pela ameaça do risco moral[20], quase que inerente no cotidiano das carteiras dos FIDCs.

Contudo, a relação entre aqueles que cedem direitos creditórios aos FIDCs - cessionários - é a mais suscetível de prejuízos ocasionados pela ausência de igualdade de informações. Na maior parte das transações, o crédito cedente não comporta todas as informações necessárias para a previsibilidade dos pagamentos, exigindo do cedente a obrigação de fornecer dados relativos aos créditos. Tais dados incluem: condições do fornecimento do crédito ao devedor; histórico de pagamento do devedor; existência ou não de inadimplência; etc. Em vista desse cenário, os fundos de securitização são passíveis de seleção adversa, sobretudo se considerado a possibilidade de ocultação de informações pelo originador.

Em que pese FIDCs estarem postos à riscos, a ocultação de informações pela seleção adversa pode comprometer não apenas a rentabilidade esperada pelos cotistas, mas também a própria estabilidade do fundo frente às oscilações do mercado. Tal situação causa grande ineficiência, uma vez que, quando a assimetria informacional prevalece, o gestor do portfólio encontra extremas dificuldades para precificar adequadamente os recebíveis e mensurar o verdadeiro nível de risco de crédito assumido. Deveras, a ausência de governança na originação dos créditos, que garanta a plena igualdade de condições na relação bilateral da securitização, pode ocasionar perdas financeiras severas, minimizando a confiança no mercado de capitais como um todo.

Os problemas causados pela seleção adversa podem tornar proporções inimagináveis, acarretando em grandes prejuízos ao mercado de uma maneira geral. Nesse aspecto, Yeung & Camelo (2023):

> *Mais, dado que os consumidores não conseguem distinguir a real qualidade daquilo que pretendem adquirir, o preço cobrado no mercado é um só (preço de equilíbrio) e é o preço médio: como o consumidor não sabe se de fato o produto à sua frente é de*

[20] Como observado em casos recentes, sabe-se que estruturadores mal-intencionados aproveitaram-se deliberadamente de lacunas de governança fiduciária para engajarem atitudes delitivas, inventando saques fantasmas ou dilacerando os seguros limites predeterminados para a diversificação compulsória de lastro. Assim, situações nas quais um originador detinha a imprudente incumbência contratual de inspecionar sozinho a veracidade de seus próprios cedidos ilustram como o risco moral fulmina fundos robustos e a atividade fiscalizadora do regulador.

> *boa qualidade, ele se recusa a pagar um preço muito alto, por outro lado, se o preço cobrado for muito baixo, ele intuirá que se trata de um produto de baixa qualidade. Porém, dado que o preço de equilíbrio cobrado é um preço médio, os vendedores dos produtos de alta qualidade não terão incentivos para vender: seu produto vale mais do que o preço médio de mercado. Assim, eles saem do mercado (desistem de vender) sobrando nesse apenas os vendedores e os produtos de baixa qualidade (que têm muitos incentivos para vender ao preço médio, que é maior do que realmente vale seus produtos). É desta forma que, em uma situação onde os atributos dos produtos são ocultos, os produtos de baixa qualidade "expulsam" os produtos de alta qualidade.*

Assim, diante da vulnerabilidade inerente às operações de cessão de crédito e dos riscos que a seleção adversa impõe, emerge a necessidade de investigar em que medida as normas editadas pela CVM promovem o combate a tais falhas de mercado. Objetiva-se verificar se a regulação é capaz de conferir a segurança jurídica necessária para garantir a proteção dos cotistas e, em última análise, assegurar a plena eficiência, solidez e sustentabilidade do mercado de FIDCs.

4. NOVA REGULAÇÃO SOBRE FIDCS

Conforme visto, a regulação dos FIDCs pela CVM iniciou-se em 2001. Pires (2025) sintetiza as normas editadas pela CVM:

> *A CVM editou as seguintes instruções para regulamentação dos FIDCs: a Instrução CVM nº 356/2001, seguida da edição e publicação da Instrução CVM nº 393, de 22 de julho de 2003, a qual trouxe, dentre outras mudanças, a possibilidade de emissão, pelos FIDCs constituídos na forma de fundo fechado, de séries de cotas seniores, cada qual com prazos e valores para amortização e outras características distintas da outra série.*
>
> *Algum tempo depois, a CVM editou a Instrução nº 435/2006 e, em 8 de dezembro do mesmo ano, a Instrução nº 442, e, ainda, a Instrução nº 446. Foram editadas, também, a Instrução nº 458, em 2007; a Instrução nº 484, em 2010; as Instruções nº 489, 498, 504 e 510, em 2011; a Instrução nº 531, em 2013, a Instrução 545, em 2014 e, em 2022 a Resolução CVM nº 175 — todas elas relacionadas aos FIDCs.*

A última norma editada pela autarquia apresenta um rol abrangente de temas. A Resolução CVM nº 175, de 2022, dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações de todos os fundos de investimento no Brasil, estabelecendo regras gerais para a prestação de serviços essenciais a esses veículos financeiros.

Especificamente, o texto da norma está estruturado em uma parte geral, que é aplicável de maneira uniforme a todas as diversas categorias de fundos de investimento. Além disso, conta com anexos normativos que trazem diretrizes específicas para cada categoria particular, os quais prevalecem sobre a regra geral em caso de eventuais conflitos interpretativos.

Acerca do tratamento geral, um dos elementos marcantes é a permissão para que um mesmo fundo possua diferentes classes de cotas dotadas de patrimônios segregados[21]. A segregação patrimonial garante que as obrigações e os ativos de uma classe não se comuniquem com o patrimônio das demais classes existentes no mesmo fundo. Ademais, a norma consagra a possibilidade de se instituir a responsabilidade limitada dos cotistas em seu estatuto, restringindo as perdas ao valor efetivamente investido por cada um[22].

De mais a mais, a resolução consolida os prestadores de serviços essenciais, representados pelas atuações do administrador e do gestor da carteira do fundo[23]. Cada um desses agentes possui atribuições definidas pela norma, cabendo-lhes aprovar em conjunto o regulamento central no ato de constituição do veículo de investimento. Há também a permissão para a criação de subclasses de cotas dentro de uma mesma classe[24], as quais podem se diferenciar internamente por público-alvo, taxas cobradas e prazos de resgate. Tal abordagem permite o condicionamento de variados perfis de risco.

No que diz respeito aos FIDCs, a resolução dedica a eles o seu Anexo Normativo II. Este anexo estabelece as particularidades operacionais da categoria, definindo que classe de cotas deve aplicar uma parcela superior a 50% de seu patrimônio líquido em direitos creditórios[25]. A parcela residual do patrimônio que não for investida nestes recebíveis deve ser

[21] Cf. art. 5º.
[22] Caso essa limitação patrimonial não esteja expressamente prevista, os investidores continuam respondendo de forma solidária por um eventual patrimônio líquido negativo do veículo financeiro.
[23] Cf. arts. 80 e 81.
[24] Cf. art. 5º, § 5º.
[25] Cf. art. 44, Anexo Normativo II.

alocada em ativos financeiros de liquidez para garantir o fluxo de caixa saudável do veículo. Dessa maneira, o anexo específico fornece as bases para que diversas empresas transformem seus recebíveis cotidianos em títulos negociáveis no mercado de capitais.

A alocação de risco e a estrutura de cotas próprias dos FIDCs são reguladas contemplando a emissão oficial de cotas das subclasses sênior, subordinada mezanino e subordinada[26]. As cotas seniores não se subordinam a nenhuma outra classe ou subclasse para fins de amortização e resgate, apresentando inquestionavelmente o menor nível de risco para o investidor. As cotas subordinadas, por outro lado, são sempre as primeiras a absorver integralmente as eventuais inadimplências e perdas da carteira de direitos creditórios securitizados. Já as cotas classificadas como subordinadas mezanino ocupam uma posição contábil intermediária, subordinando-se passivamente a algumas subclasses enquanto mantêm prioridade de recebimento sobre outras.

No tocante a potenciais conflitos de interesses, a norma aborda a prática de aquisição de créditos originados pelos próprios prestadores de serviço. Para que a originação ocorra validamente, exige-se que o gestor, o custodiante e a entidade registradora envolvidos não sejam partes relacionadas entre si[27].

Ainda, o texto impõe a obrigatoriedade da contratação de um custodiante e de uma entidade registradora específica para os recebíveis[28]. O custodiante possui a importante função de liquidar as operações financeiras e de verificar periodicamente a documentação que evidencia a veracidade do lastro dos direitos creditórios. Em situações muito específicas e detalhadas pela norma, essa verificação física pode ser realizada apenas por amostragem ou até mesmo dispensada, como nos casos em que o valor médio dos créditos for muito reduzido.

Por fim, mas não menos importante, a Resolução CVM nº 175 estabelece os requisitos para a distribuição de cotas de FIDCs junto ao público em geral[29]. Para investidores de varejo, é exigido um cronograma para amortização e obriga que a subclasse sênior ofertada possua classificação de risco atestada por uma agência registrada. Não obstante, a classe de cotas destinada ao público em geral fica expressamente proibida de aplicar seus recursos em

[26] Cf. art. 2º, inciso VIII, IX e X, Anexo Normativo II.
[27] Cf. art. 42, incisos, Anexo Normativo II.
[28] Cf. arts. 37 e 38, Anexo Normativo II.
[29] Cf. art. 13, Anexo Normativo II.

direitos creditórios não-padronizados ou naqueles que tenham sido originados por seus próprios prestadores de serviços. Essas limitações buscam tutelar os investidores financeiramente menos sofisticados contra os complexos riscos operacionais inerentes às dinâmicas do mercado de securitização, a fim de que tenham a oportunidade de acessarem esse tipo de investimento sem riscos desmedidos.

Em vista de seu conteúdo, convém elucidar as principais mudanças da Resolução CVM 175/2022 a despeito das normas reguladoras de FIDCs revogadas, especialmente a Instrução CVM 356/2001.

4.1. Mudanças Provocadas pela Resolução CVM 175/2022

A transição regulatória pela CVM no mercado de FIDCs representa um marco na modernização do mercado de capitais brasileiro. A revogação da Instrução CVM 356 de 2001 pela Resolução CVM 175 de 2022, de forma especial por meio de seu Anexo Normativo II, estabeleceu um novo panorama jurídico-regulatório que confere maior segurança, transparência e dinamismo à estruturação desses veículos. Enquanto a norma de 2001 foi pioneira ao regulamentar a constituição e o funcionamento dos FIDCs, restringindo a recepção de aplicações e a negociação no mercado secundário a investidores qualificados e profissionais, a nova resolução promoveu alterações que alinham o Brasil às melhores práticas do mercado de crédito.

Uma das mudanças mais relevantes trazidas pela Resolução CVM 175 reside na nova dinâmica de segregação de responsabilidades. Sob a égide da antiga Instrução CVM 356, a instituição administradora concentrava os poderes amplos para praticar todos os atos necessários à administração do fundo, detendo a prerrogativa de delegar, sob sua responsabilidade, a gestão da carteira a terceiros identificados. O novo marco normativo, por sua vez, elevou o gestor ao patamar de prestador de serviços essenciais, operando em paridade de obrigações com o administrador fiduciário. Nesse cenário, o gestor assume a responsabilidade direta e integral pela estruturação do fundo e pela execução da política de investimentos[30].

[30] Diferentemente do administrador, o gestor é responsável pela análise e seleção dos direitos creditórios, monitoramento da taxa de retorno e a adimplência da carteira, além de verificar a existência, integridade e titularidade do lastro das operações, como já apresentado alhures.

A evolução regulatória também se destacou pela reestruturação do patrimônio dos fundos em classes e subclasses de cotas, aliada à inédita possibilidade de limitação da responsabilidade dos cotistas. A norma de 2001 previa, simplificadamente, a existência de uma única classe de cotas seniores e a admissão de classes de cotas subordinadas, sem a previsão de uma proteção patrimonial absoluta ao cotista em situações de insolvência. Agora, a subdivisão em subclasses seniores, subordinadas mezanino e subordinadas, garante a proteção patrimonial aos investidores.

Outro ponto de inflexão promovido pela nova resolução é a abertura do mercado de FIDCs para o público em geral, superando a proibição fixada pela Instrução CVM 356. Esta determinava que apenas os grandes investidores qualificados e profissionais podiam adquirir cotas. Hoje, além da possibilidade de acesso, passou-se a exigir que a subclasse de cotas seniores destinada ao varejo seja obrigatoriamente objeto de classificação de risco por agência classificadora devidamente registrada na CVM.

Não obstante, o amadurecimento do direito regulatório de FIDCs não reside apenas no conteúdo material da norma. A metodologia adotada para a criação da norma atesta, igualmente, o avanço da CVM quanto à efetividade de sua atuação regulatória.

Na criação da referida Resolução 175, a autarquia contou com a participação ativa de 92 entidades, entre regulados, associações, entes públicos, escritórios de advocacia, acadêmicos, investidores e demais pessoas interessadas, por meio de duas audiências públicas, a saber, Audiência Pública SDM 08/20 e Audiência Pública SDM 08/21. Ressalta-se que a Audiência Pública SDM 08/20 tomou maior destaque[31], tendo em vista que se concentrou na discussão acerca de todo o texto normativo, partindo de elementos gerais à específicos.

Segundo o Relatório da Audiência Pública SDM 08/20, esta contou com a maior participação histórica da CVM em audiência pública até então, tendo sido levantadas 2,4 mil páginas de comentários e sugestões. Com tamanha contribuição pública, a norma dobrou seu tamanho para contemplar as sugestões e melhor esclarecer pontos controversos, obscuros ou

[31] A Audiência Pública SDM 08/21 diz respeito apenas aos Fundos de Investimento Imobiliários ("FII").

omissos, de modo que a minuta saiu de 193 páginas para consolidar 359 páginas, que foram necessárias para conter disposições específicas a cada categoria de fundo de investimento.

Parte das contribuições apontadas nas audiências se referiu às consequências tributárias e de aumento de custos, tais como a separação patrimonial de gestores e administradores e a categorização de cotas de fundos. Nesse ponto, a autarquia se mostrou receptiva, realizando as mudanças que melhor se adequasse ao mercado.

Outros pontos de maior atenção pelos regulados foram: a responsabilidade dos cotistas; a remuneração e responsabilidade de prestadores de serviços; a assembleia de cotistas; os encargos aos fundos, sejam econômicos ou tributários; a classificação de ativos financeiros; a definição, exposição a riscos e hipóteses de conflito de interesses, para fins dos FIDCs.

De maneira geral, todos os comentários levantados na Audiência Pública SDM 08/20 foram prontamente analisados pela CVM. Após estudo e deliberação, grande parte foi incorporada no texto final da norma, seja direta ou indiretamente, não obstante o descarte de sugestões desconexas à norma. Nesse sentido, é forçoso considerar o caráter dialético da autarquia, demonstrando atuação aos moldes da modelagem regulatória responsiva[32].

Contudo, ante todas as mudanças incorporadas na Resolução CVM 175 no que tange a regulação dos FIDCs, sejam elas formais ou materiais, é possível afirmar que a norma é efetiva no combate a falhas de mercado de tais veículos de investimentos? A assimetria de informação existente entre originadores de direitos créditos e o FIDCs, caracterizada pela seleção adversa, é discutida e mitigada pela atividade regulatória da CVM?

[32] A regulação baseada em responsividade, chamada tão somente de regulação responsiva, é um modelo teórico de regulação cuja atribuição prática vem ganhando cada vez mais espaço nos órgãos reguladores do Brasil. Isso se dá ao fato de que a regulação responsiva proporciona maior diálogo com os regulados, fazendo com que diminua drasticamente a inobservância de normas reguladoras e estimule determinados comportamentos dos regulados. Por propiciar um ambiente mais harmonioso, não significa dizer que não haverá imposição de normas e ausência de sanção. Pelo contrário, a regulação responsiva prevê técnicas e estratégias de constrangimento para que os regulados, individualmente, estejam em consonância com os ditames regulatórios, construídos a par do mercado. Nesse aspecto, "é da combinação entre medidas intrusivas e medidas de incentivos regulatórios que exsurge a configuração responsiva da regulação", conforme Aranha (2025).

4.2. A Efetividade da Resolução CVM 175 Contra Falhas do Mercado de FIDCs

A análise do arcabouço normativo estabelecido pela Resolução CVM 175 revela que a norma atua como promissor corretor das imperfeições inerentes ao mercado de securitização. Contudo, não é possível afirmar categoricamente a sua resolutividade material plena baseando-se apenas na moderna redação de seus dispositivos. Para uma conclusão assertiva, requer-se a observação de elementos empíricos concretos, além da inafastável ressalva quanto à necessidade de uma robusta atuação fiscalizatória da autarquia.

No entanto, analisando-se detidamente os contornos da norma, é observável alguns parâmetros que atuam na contenção de falhas de mercado. Vejamos.

A assimetria informacional, consubstanciada na seleção adversa, figurava como o principal desafio nas relações entre originadores de direitos creditórios e os fundos. Na sistemática anterior, a ocultação de dados cruciais sobre a qualidade dos recebíveis por parte dos cedentes dificultava a correta precificação dos ativos pelo gestor do portfólio. Esse cenário propiciava a expulsão de bons produtos do mercado, comprometendo a rentabilidade dos cotistas e a própria estabilidade sistêmica dos veículos de investimento.

O combate a essa disparidade de informações ganhou materialidade jurídica por meio da dinâmica de segregação de responsabilidades. A elevação do gestor ao patamar de prestador de serviços essenciais, operando em paridade de obrigações institucionais com o administrador fiduciário, é um mecanismo para obstar distorções por ausência de dados. Isso porque, o gestor assume a responsabilidade direta e integral pela análise, seleção e precificação dos direitos creditórios que comporão a carteira. Em tese, tal exigência reduz substancialmente o risco de que o fundo adquira recebíveis maculados por falhas de originação, mitigando normativamente a perniciosa seleção adversa.

Além da responsabilização do gestor, a norma obriga a contratação de um custodiante e de uma entidade registradora específicos, cujas funções operam como barreiras, ainda que teóricas, de contenção de fraudes, solucionando o problema do agente-principal mediante a imposição de um controle externo sobre os ativos. O custodiante passa a exercer a função de verificar periodicamente a documentação comprobatória, atestando a veracidade, a

integridade e a titularidade do lastro que embasa a operação, de maneira a dissipar a nebulosidade informacional que outrora permitia a inserção de créditos fictícios no portfólio dos fundos.

Ainda nesse ponto, a norma veda potencial conflito de interesses. O texto proíbe expressamente que a originação de créditos ocorra por partes relacionadas ao gestor, ao custodiante ou à entidade registradora. Tal vedação neutraliza o risco moral inerente à operação, inibindo que estruturadores se aproveitem de posições privilegiadas para atuar em detrimento dos investidores.

Noutro ponto, a arquitetura de proteção desenvolvida pela CVM estende-se à alocação de riscos mediante a consolidação da exigência de classes e subclasses de cotas segregadas. A delimitação entre cotas seniores, subordinadas mezanino e subordinadas estrutura uma engrenagem de absorção de impactos contra eventuais inadimplências contratuais.

Ademais, em que pese a abertura do mercado de FIDCs, há mecanismos para evitar a desigualdade informacional com relação a investidores de varejo, visto que figuram como a parte com menor capacidade de superar assimetrias. Exige-se que as cotas seniores destinadas a esse público possuam classificação de risco elaborada por agência registrada, traduzindo a complexidade do lastro em parâmetros de fácil assimilação. É ainda proibido a aplicação desses recursos em direitos creditórios não-padronizados, visando eliminar a exposição precipitada a ativos de precificação historicamente obscura.

Veja-se que a formulação desse regramento alinha-se incontestavelmente aos pressupostos inerentes ao Estado Regulador, que abandona puras imposições materiais para atuar por meio de um direito essencialmente responsivo. A intensa participação dialética de atores do mercado nas audiências públicas demonstra um meticuloso processo de decodificação e adaptação às reais falhas socioeconômicas existentes. Dessa forma, a autarquia não estabeleceu comandos puramente engessados, mas articulou esquemas de incentivos técnicos que buscam aproximar o mercado de securitização do almejado modelo de concorrência eficiente.

Por oportuno, é imperioso reconhecer que, no âmbito estritamente textual, as lacunas regulatórias que possibilitavam a existência de graves falhas de mercado parecem ter sido

devidamente corrigidas. Sob a vigência de regras anteriores, o acúmulo de funções permitia brechas nas quais gestores poderiam originar créditos fraudulentos sem um rígido controle independente. A nova resolução ataca essas vulnerabilidades na teoria, delineando limites de atuação para cada participante da estrutura fiduciária e blindando o patrimônio segregado. Constata-se, assim, uma precisão redacional desenhada para restringir rigorosamente os espaços de risco moral.

Todavia, a mera imposição regulatória de mecanismos de governança e segregação de funções não detém a capacidade absoluta de extirpar as fraudes se desprovida de rigorosa aderência social. Para que essa análise seja completa e irrefutável, requer-se a avaliação de elementos práticos mais concretos ao longo do tempo, avaliando o comportamento real dos agentes perante as novas balizas de conduta. A assimetria informacional adota contornos dinâmicos e mutáveis, exigindo que o mercado demonstre sua adaptação leal ao invés de apenas cultivar uma conformidade aparente e falaciosa.

Nessa mesma toada, ressalta-se que a efetividade prática da Resolução CVM 175 está condicionada à atuação de fiscalização da autarquia. É inegável que a CVM precisa utilizar de seu poder sancionador para garantir que os prestadores de serviço não incorram em simulações processuais ou desvios de finalidade. Se o Estado Regulador abdicar de seu dever de supervisão contínua, os arrojados arranjos de controle externo podem se degenerar rapidamente em formalidades burocráticas inócuas. Logo, a conjunção entre uma norma tecnicamente bem redigida e uma fiscalização institucional ativa constitui a verdadeira garantia de segurança devida ao mercado de capitais.

Destarte, a Resolução CVM 175 demonstra ser juridicamente hábil, ao que tudo indica, para mitigar as históricas imperfeições estruturais do mercado de FIDCs. A assimetria informacional e a seleção adversa encontram atualmente barreiras normativas robustas, alicerçadas por severos deveres de transparência e pela descentralização do controle fiduciário no texto da norma. Contudo, não se pode declarar o êxito preventivo da norma de forma categórica neste momento do cenário econômico brasileiro.

5. CONCLUSÃO

Como visto, a regulação setorial é um reflexo direto da evolução da intervenção do Estado na ordem econômica ao longo da história.

A transição paradigmática se iniciou no Estado Liberal, pautado na mínima interferência governamental e na suprema liberdade individual, e seguiu para o Estado Social, que assumiu uma postura de atuação direta, provedora e empresarial para garantir patamares mínimos de bem-estar frente às crises e desigualdades do capitalismo. Diante do esgotamento e ineficiência gerencial deste modelo, consolidou-se o contemporâneo Estado Regulador, no qual o poder público abandona a figura de produtor direto para atuar de forma subsidiária, operando como agente normativo, fiscalizador e planejador. Sob essa ótica, a regulação não tem um fim em si mesma, mas destina-se primordialmente à proteção de direitos fundamentais, balizando a livre iniciativa e promovendo a igualdade de condições concorrenciais.

Compreendendo o mercado como uma instituição artificial e jurídica, o Estado atua precipuamente para corrigir as inerentes falhas de mercado – monopólios, externalidades, bens públicos e assimetrias informacionais – que ameaçam a eficiência alocativa e o bem-estar coletivo.

No âmbito do sistema financeiro, o mercado de valores mobiliários desponta como o segmento em que unidades produtivas captam recursos de forma direta junto aos investidores, sem a clássica intermediação bancária atrelada ao crédito tradicional. Para garantir a solidez desse ambiente e proteger a poupança popular, a CVM exerce o papel de autarquia reguladora especializada. Alinhada aos novos contornos do Estado Regulador, a CVM vem gradativamente substituindo a engessada metodologia de comando e controle pela regulação responsiva[33], um modelo escalonado, flexível e dialogado que atua em simbiose com a autorregulação setorial para mitigar riscos sistêmicos e comportamentais.

Dentre diversos atores do mercado de valores mobiliários, destacam-se os FIDCs, cuja essência remonta aos antigos *investment trusts* anglo-saxões que foram, aos poucos,

[33] Ressalta-se que a mudança na postura regulatória da CVM para maior responsividade ainda não a caracteriza como adepta à regulação responsiva. Conforme dispõe Aranha (2025), é exigido diversas condições ao regulador para torná-lo responsivo, os quais podem ser citados o *enforcement pyramid*, que ainda não existe no âmbito da r. entidade. Todavia, o esforço empregado por Zakia (2024) aponta para um cenário promissor à regulação responsiva no cerne da regulação do mercado de valores mobiliários, sendo este o apontamento realizado neste trabalho.

adaptados à realidade jurídica brasileira sob a forma de condomínios de natureza especial. Os FIDCs promovem a securitização de recebíveis, permitindo que empresas transformem ativos ilíquidos em títulos negociáveis para captação de recursos com maior eficiência e desoneração fiscal. A despeito de seus benefícios estruturais, esses veículos estão severamente expostos a falhas de mercado, especialmente à assimetria informacional traduzida no risco moral e na seleção adversa. A disparidade de conhecimento sobre a qualidade dos créditos entre os originadores e o fundo abre margem para fraudes, ocultação de dados, precificação inadequada e a perigosa inserção de créditos fictícios na carteira.

Com o intuito de neutralizar essas graves imperfeições operacionais, a CVM editou a Resolução CVM nº 175/2022, substituindo um antigo arcabouço normativo para modernizar e alinhar o Brasil às melhores práticas internacionais de crédito. Fruto de um modelo regulatório responsivo moldado por extensas audiências públicas com ampla participação dos agentes do mercado, a norma inovou ao segregar formalmente as responsabilidades dos prestadores de serviços essenciais. Ao elevar o gestor da carteira a um patamar de paridade de obrigações com o administrador fiduciário, e ao exigir a contratação de custodiantes independentes para validar a integridade documental e a titularidade dos lastros creditórios, o novo texto ataca diretamente as brechas que outrora permitiam conflitos de interesses e originação de créditos fraudulentos.

Outra robusta inovação da Resolução CVM 175 é a introdução da segregação patrimonial por classes e subclasses de cotas (sênior, subordinada mezanino e subordinada) dentro de um mesmo fundo, bem como a consagração legislativa da responsabilidade limitada dos cotistas, restringindo as perdas ao capital efetivamente investido. Esta estrutura torna uma eficiente engrenagem de absorção de impactos contra eventuais calotes.

Embora a norma tenha promovido a democratização do setor ao autorizar o acesso de investidores de varejo aos FIDCs, a CVM manteve ancorada na proteção contra a desigualdade informacional. A regulação impôs rigorosas contrapartidas, como a proibição de aplicação em direitos creditórios não-padronizados e a exigência de que as cotas destinadas ao público possuam classificação de risco atestada por agências credenciadas.

Portanto, entende-se que o atual desenho normativo consolidado pela Resolução CVM 175 detém a competência jurídica e técnica necessária para mitigar as históricas falhas de mercado dos FIDCs, criando firmes barreiras institucionais contra a assimetria informacional.

Ocorre, entretanto, que a superação definitiva das fraudes e a consolidação de um ambiente cooperativo e transparente não se operam apenas pela perfeição formal da norma. A efetividade prática e preventiva do regramento é indissociável da materialidade da atuação da CVM, exigindo uma permanente e rigorosa fiscalização institucional combinada à aplicação incisiva de sanções quando necessárias, sob pena de a sofisticada governança estipulada degenerar-se em mera e inócua burocracia.

6. REFERÊNCIAS

AGUILA, Pedro Ferreira Gomez. **Uma análise da regulamentação dos fundos de investimento em direitos creditórios à luz de casos paradigmáticos da comissão de valores mobiliários**. 2025. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) - Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2025. Disponível em: https://repositorio.pucsp.br/handle/handle/45715. Acesso em: 10 mai. 2026.

ALONSO, Félix Ruiz. **Os fundos de investimento. Condomínios mobiliários**. Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, v. 66, p. 223-271, 1971. Disponível: https://revistas.usp.br/rfdusp/article/download/66628/69238. Acesso em: 1 mai. 2026.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. **O conceito jurídico de regulação da economia**. A&C - Revista de Direito Administrativo & Constitucional, Belo Horizonte, p. 59–74, 2007. Disponível em: https://revistaaec.com/index.php/revistaaec/article/view/750. Acesso em: 12 abr. 2026.

ARANHA, Márcio Iório. **Manual de Direito Regulatório: Fundamentos de Direito Regulatório**. 10 ed., London: Laccademia Publishing. 2025.

BARRETO FILHO, Oscar. **Regime jurídico das sociedades de investimento**. São Paulo: Max Limonad, 1956. p. 63.

BASTOS, Noel de Oliveira. **Falibilidade do critério de intervenção para delimitação do modelo de estado liberal**. Revista Direito e Liberdade, Natal, ano 6, v. 12, n. 2, jul./dez. 2010. Disponível em: https://ww2.esmarn.tjrn.jus.br/revistas/index.php/revista_direito_e_liberdade/article/view/363 . Acesso em: 20 fev. 2026

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução Nº 145, de 14 de abril de 1970**. Brasília: 1970. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/40435/Res_0145_v1_O.pdf. Acesso em: 5 mai. 2026.

_____. **Lei Nº 4.728, de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília: 1965. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm. Acesso em: 5 mai. 2026.

_____. **Lei Nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília: 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 30 abr. 2026.

_____. **Lei Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília: 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 30 abr. 2026.

_____. **Lei Nº 13.874, de 20 de setembro de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. Brasília: 2019. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13874.htm. Acesso em: 5 mai. 2026.

_____. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº 71, de 11 de novembro de 1987**. Dispõe sobre aplicações de recursos de Fundo Mútuo de Ações no mercado futuro de índices de Ações e operações de empréstimos de ações. São Paulo: 1987. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst071.html. Acesso em: 5 mai. 2026.

_____. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº 205, de 14 de janeiro de 1994**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário. São Paulo: 1994. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst205.html. Acesso em: 5 mai. 2026.

_____. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº 356, de 17 de dezembro de 2001**. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. São Paulo: 2001. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html. Acesso em: 5 mai. 2026.

_____. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº 391, de 16 de julho de 2003**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. São Paulo: 2003. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst391.html. Acesso em: 5 mai. 2026.

_____. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº 409, de 18 de agosto de 2004**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. São Paulo: 2004. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst409.html. Acesso em: 5 mai. 2026.

_____. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº 409, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento.. São Paulo: 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html. Acesso em: 5 mai. 2026.

_____. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório da Audiência Pública SDM 08/20, de 30 de maio de 2023**. Minuta de resolução que dispõem sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, incluindo anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros e aos fundos de investimento em direitos creditórios. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0820_Relatorio_Fundos_vRevisada_Res_181_e_184.pdf. Acesso em: 15 de mai. 2026.

_____. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório da Audiência Pública SDM 08/21, de 22 de dezembro de 2022**. Alteração da Instrução CVM nº 472, de 2008, para inclusão de vedação expressa ao uso indevido de informações privilegiadas em

negociações de cotas de fundo de investimento imobiliário. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0821_Relatorio.pdf. Acesso em: 15 de mai. 2026.

_____. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM 175, de 23 de dezembro de 2022**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html. Acesso em: 10 mai. 2026.

BOBBIO, Norberto. **Estado, governo, sociedade: por uma teoria geral da política**. Tradução de Marco Aurélio Nogueira, Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1999.

CÂMARA, Paulo. **Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários: Fundamento e Estrutura**. Cadernos de Ciência de Legislação. Minas Gerais: 2009. Disponível em: https://repap.ina.pt/server/api/core/bitstreams/db804cb8-c265-4405-8196-e54257781f7d/content#page=9. Acesso em: 30 abr. 2026.

COASE, Ronald Harry. ***The Problem of Social Cost***. University of Chicago press, 1960.

DE MARCO, Douglas. **A Regulação No Mercado De Capitais: Aspectos Jurídicos E Contábeis Da Divulgação Da Informação**. Revista Jurídica da Presidência, out 2009/jan 2010, Brasília, v. 11, n° 95, p. 5-34, 2010. Disponível em: https://revistajuridica.presidencia.gov.br/index.php/saj/article/view/224. Acesso: 30 abr. 2026.

FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. Lições de Direito Econômico. 7. ed. São Paulo: Forense. 2014.

GAMBÔA, Celso Augusto. **O impulso da securitização no Brasil depois da regulamentação dos fundos de investimento em direitos creditórios**. 2011. 77 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Cont. Atuariais) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2011.

JAKOBI, Karin B.; RIBEIRO, Marcia Carla P. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais** - 1ª Edição 2014. Rio de Janeiro: Atlas, 2014. E-book. p.63. Disponível em: https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788522487721/. Acesso em: 10 fev. 2026.

KEYNES , John Maynard. ***The General Theory of Employment, Interest and Money***. 1935.

LEÃO, X. I. I. I. Carta Encíclica Rerum Novarum: sobre a condição dos operários. 1891. Disponível em: https://www.vatican.va/content/leo-xiii/pt/encyclicals/documents/hf_l-xiii_enc_15051891_rerum-novarum.html. Acesso em: 20 fev. 2026.

LOPES, Othon de Azevedo. **Fundamentos da Regulação**. Rio de Janeiro: Processo, 2018.

MELLO, Livia Maria Mendonça Jansen de. **O papel do Estado e suas relações com o mercado no desenvolvimento das economias capitalistas**. Economia e Desenvolvimento, 31, e13, 2019. Disponível em: https://doi.org/10.5902/1414650938335. Acesso em: 14 fev. 2026

OLIVEIRA, Robson Rocha de. **Dos conceitos de regulação às suas possibilidades**. Saúde e Sociedade, São Paulo: 2014. Disponível em: https://www.scielosp.org/article/sausoc/2014.v23n4/1198-1208/pt/. Acesso em: 12 abr. 2026.

ORTIZ, Gaspar Ariño. **Sucessos e Fracassos da Regulação**. Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico, Salvador, Instituto de Direito Público da Bahia, nº. 3, ago-set-out, 2005. Disponível em: https://direitoepoliticaeconomica.wordpress.com/wp-content/uploads/2012/03/sucessos-e-fracassos-da-regulac3a7c3a3o.pdf. Acesso em: 26 abr. 2026.

PAIVA, Eduardo Cherez. **Fundos de investimento: estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento privado**. 2015. 183 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: https://tede2.pucsp.br/handle/handle/6726. Acesso em: 1 mai. 2026.

PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. 3. ed. São Paulo: Almedina Brasil, 2025. E-book.. ISBN 9788584938544. Disponível em: https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788584938544/. Acesso em: 10 mai. 2026.

PORTO, Antônio M.; GAROUPA, Nuno. **Curso de Análise Econômica do Direito** - 2ª Edição 2022. 2. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2021. E-book. ISBN 9786559771394. Disponível em: https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559771394/. Acesso em: 15 mai. 2026.

PORTO, Mariana Muçouçah; VAN BUGGENHOUT, Gothardo Backx. **Natureza jurídica dos fundos de investimento**. Observatório de la Economía Latinoamericana, v. 22, n. 11, p. e7611-e7611, 2024. Disponível em: https://share.google/0gbppkRLAcSvqoZ45. Acesso em: 5 mai. 2026.

SADDY, André. **Formas de atuação e intervenção do estado brasileiro na economia**. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **O trust e o direito brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016.

SMITH, Adam. **A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas**. Tradução de Luiz João Baraúna. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

SZTAJN, Rachel. Regulação e mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, p. 136-147, 2004. Disponível em: https://rdm.org.br/wp-content/uploads/2024/09/136-147.-Regulacao-e-o-mercado-de-valores-mobiliarios-%E2%80%93-Rachel-Sztajn.pdf. Acesso em: 26 abr. 2026.

TAVARES, André Ramos. **Direito constitucional econômico**. 3. ed. São Paulo: Método, 2018.

YEUNG, Luciana; CAMELO, Bradson. **Introdução à Análise Econômica do Direito**. São Paulo: Juspodivm, 2023.

ZAKIA, Maria Lucia Perez Ferres. **Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: da teoria de comando e controle à teoria de regulação responsiva**. 2024. Tese (Doutorado em Direito) - Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2024. Disponível em: https://tede2.pucsp.br/handle/handle/41959. Acesso em: 26 abr. 2026.