

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
DEPARTAMENTO DE DIREITO ECONÔMICO E DO TRABALHO

BIANCA MARTINS PASTURIZA

**A (IR)REGULARIDADE DA OFERTA DE SERVIÇOS DE VALORES MOBILIÁRIOS
ESTRANGEIROS AO INVESTIDOR DE VAREJO NO MERCADO DE CAPITAIS**

PORTO ALEGRE

2022

BIANCA MARTINS PASTURIZA

**A (IR)REGULARIDADE DA OFERTA DE SERVIÇOS DE VALORES MOBILIÁRIOS
ESTRANGEIROS AO INVESTIDOR DE VAREJO NO MERCADO DE CAPITAIS**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito para a obtenção do título de Bacharela em Ciências Jurídicas e Sociais.

Orientadora: Professora Doutora Kelly Lissandra Bruch.

PORTO ALEGRE

2022

BIANCA MARTINS PASTURIZA

**A (IR)REGULARIDADE DA OFERTA DE SERVIÇOS DE VALORES MOBILIÁRIOS
ESTRANGEIROS AO INVESTIDOR DE VAREJO NO MERCADO DE CAPITAIS**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito para a obtenção do título de Bacharela em Ciências Jurídicas e Sociais.

Aprovado em 07/10/2022

BANCA EXAMINADORA

Prof.^a Dr.^a Kelly Lissandra Bruch

Prof.^a Dr.^a Simone Tassinari Cardoso Fleischmann

Prof. Dr. Bruno Miragem

“Words are, in my not-so-humble opinion, our most inexhaustible source of magic. Capable of both inflicting injury, and remedying it.”

— J.K. Rowling, Harry Potter and the Deathly Hallows.

RESUMO

O mercado de capitais funciona como mola propulsora e estabilizadora do crescimento econômico. Isto porque facilita aos agentes deficitários o acesso à poupança popular para a realização de novos empreendimentos e, aos investidores, diferentes produtos para diversificação de seu patrimônio financeiro, seja em ambiente doméstico ou internacional. O investimento direto em valores mobiliários estrangeiros, por sua vez, consiste em negociar ativos financeiros através de plataformas digitais que pertencem a uma instituição constituída e sob jurisdição de outro país. Essa prática foi possibilitada recentemente ao público de varejo brasileiro, por meio da Ata de Reunião do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários nº 8/2021, baseada em seus Pareceres de Orientação nº 32 e nº 33 de 2005. Dentre os motivos que restringiam esse acesso a um público considerado mais vulnerável pelo regulador estavam premissas como a assimetria informacional. Em face disso, o objetivo deste trabalho é analisar se a atuação de intermediário estrangeiro por meio de instituição integrante do sistema de distribuição nacional pode ser considerada legal à luz desses Pareceres, tendo em vista que a deliberação da matéria foi tratada exclusivamente por meio de atos administrativos, os quais, ainda que compreendidos como fonte de direito, não possuem força vinculante. Para tanto, são analisados o conceito de oferta de serviços de valores mobiliários, os requisitos para a atuação do intermediário estrangeiro em território nacional, assim como de que forma se dará a fiscalização dos agentes brasileiros que atuarem nesse novo modelo de negócio, haja vista a ausência de norma vinculante específica. Ademais, é feita a análise da legislação brasileira e de referencial teórico sobre o mercado de capitais, de decisões e atos administrativos de órgãos reguladores sobre o tema, com estudo de casos, sendo que, para isso, a metodologia utilizada é indutiva e exploratória. Como resultados, conclui-se que, embora inexista legislação que trate especificamente sobre este modelo de atuação no mercado de valores mobiliários brasileiro, também não há óbices para tal, de forma que é legalmente possível, desde que em observância ao disposto no artigo 15 da Lei nº 6.385/76 e aos requisitos mínimos estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários no âmbito da Ata de Reunião do Colegiado da CVM nº 8/2021.

Palavras-chave: Mercado de Capitais; Mercado de Valores Mobiliários; Investimento em Ativos Estrangeiros; Comissão de Valores Mobiliários; Atos Administrativos da Comissão de Valores Mobiliários; Pareceres de Orientação nº 32 e nº 33 de 2005.

ABSTRACT

The capital market works as a driving and stabilizing spring for economic growth. This is because it makes it easier for deficit agents to access popular savings to undertake new ventures, and for investors, different products to diversify their financial assets, whether in a domestic or international environment. Direct investment in foreign securities, in turn, consists in trading financial assets through digital platforms that belong to an institution incorporated and under the jurisdiction of another country. This practice was recently made possible to the Brazilian retail public, by means of the Minutes of the Collegiate Meeting of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) nº 8/2021, based on its Guidance Opinions (Pareceres) nº 32 and nº 33 of 2005. Among the reasons that restricted this access to a public considered more vulnerable by the regulator were premises such as informational asymmetry. In view of this, the objective of this work is to analyze whether the performance of a foreign intermediary through an institution that is part of the national distribution system can be considered legal in light of these Opinions, considering that the deliberation of the matter was dealt with exclusively through administrative acts, which, although understood as a source of law, do not have a binding force. In order to do so, the concept of securities services' offer was analyzed, as well as the requirements for the foreign intermediary to operate in the national territory, and how the monitoring of the Brazilian agents that operate in this new business model will be carried out, considering the absence of a specific binding rule. Furthermore, the analysis of the Brazilian legislation and theoretical reference on the capital market, decisions and administrative acts of regulatory agencies on the subject is made, with case studies, and for this, the methodology used is inductive and exploratory. The results show that, it's possible to conclude that, although there is no legislation that deals specifically with this model of operation in the Brazilian securities market, there are no obstacles for it, so that it is legally possible, as long as it complies with article 15 of Law 6.385/76 and the minimum requirements established by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) in its Minutes of the CVM Collegiate Meeting No. 8/2021.

Keywords: Capital Market; Stock Market; Investment in Foreign Assets; Brazilian Securities Exchange Commission; Administrative acts from the Brazilian Securities Exchange Commission; Guidance Opinions nº 32 and 33 of 2005.

LISTA DE ABREVIATURAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
AVENUE	Avenue Securities LLC
B3	B3 S.A. – Bolsa, Brasil, Balcão
BDRs	Brazilian Depositary Receipts
BCB	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BSM	BSM Supervisão de Mercados
CBOE BZX	Cboe BZX Exchange, Inc.
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNPC	Conselho Nacional de Previdência Complementar
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ETFs	Exchange-Traded Funds
FIE	Fundos de Investimento no Exterior
IBPAD	Instituto Brasileiro de Pesquisa e Análise de Dados
ICVM 555	Instrução da CVM nº 555/14
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
LSE	London Stock Exchange
Nasdaq	Nasdaq Stock Market
NYSE	New York Stock Exchange
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar

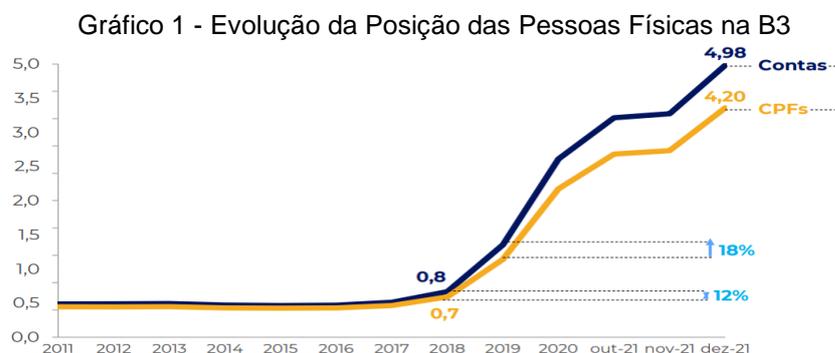
SFN	Sistema Financeiro Nacional
STAKE	Stakeshop PTY LTD
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
TSX	Toronto Stock Exchange

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1 MERCADO DE CAPITAIS E O INVESTIMENTO EM VALORES MOBILIÁRIOS ESTRANGEIROS	8
1.1 O Sistema Financeiro Nacional	9
1.1.1 O Mercado de Capitais	11
1.2 A Comissão de Valores Mobiliários e Sua Jurisdição	14
1.2.1 A Autorregulação do Mercado de Capitais	17
1.2.2 O Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários	18
1.2.3 Conceito de Valor Mobiliário	19
1.2.4 O Papel do Intermediário no Mercado de Capitais	22
1.3 O Investimento em Valores Mobiliários Estrangeiros	25
1.3.1 A Classificação dos Investidores e a Tutela Estatal	26
1.3.2 Alternativas Previstas no Mercado de Capitais	31
1.3.3 A diferença de oferta pública de valores mobiliários e oferta de serviços de intermediação	35
2 OS CASOS AVENUE E STAKE	38
2.1 O Caso Avenue	39
2.2 O Caso Stake	43
2.3 As Considerações da Área Técnica e do Colegiado da CVM	45
3 A OFERTA DE SERVIÇOS DE VALORES MOBILIÁRIOS ESTRANGEIROS AO INVESTIDOR DE VAREJO NO MERCADO DE CAPITAIS	51
3.1 A Função Normativa da Comissão de Valores Mobiliários	52
3.2 Os Atos Administrativos da Comissão de Valores Mobiliários	56
3.3 Considerações sobre o Modelo Proposto pelas Instituições Estrangeiras e Chancelado pela CVM	59
CONCLUSÃO	63
REFERÊNCIAS	69

INTRODUÇÃO

A participação do investidor de varejo no mercado de capitais brasileiro tem ganhado maior relevância no decorrer dos anos, uma vez que por muito tempo o mercado de capitais foi ditado principalmente pelos investidores institucionais¹². Conforme dados da B3 S.A. – Bolsa, Brasil, Balcão (B3), em 2002, girava em torno de 85 mil o número de investidores pessoa física cadastrados na B3³. Em janeiro de 2022, esse número passou para cerca de 4,2 milhões⁴, resultando em um aumento de 4.841,18%. Não é surpreendente que em 20 anos esse crescimento pudesse vir a ser tão expressivo, visto que se trata de um tempo considerável para a ocorrência de tantas mudanças socioeconômicas no país. Em verdade, o que chama atenção está no fato de que, até 2018, estes números vinham crescendo de forma lenta e gradativa, e tiveram um salto a partir de 2019, conforme gráfico a seguir:



Fonte: B3, 2021⁵.

¹Quanto ao ponto, tem-se que investidores institucionais são as instituições financeiras, companhias de seguro, entidades abertas ou fechadas de previdência complementar, fundos de investimento, entre outros.

²Até 2015 os investidores institucionais representavam o dobro do volume financeiro transacionado comparado ao representado pelas pessoas físicas na B3.

PESSOA física já negocia na Bolsa o equivalente ao volume de fundos e bancos. **CNN Brasil**, 2020. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/pessoa-fisica-ja-negocia-na-bolsa-o-equivalente-ao-volume-de-fundos-e-bancos/>>. Acesso em: 05 de set. de 2022.

³PERFIL pessoas físicas divulgado pela B3. **B3**, 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/>. Acesso em: 02 de set. de 2022.

⁴B3 atinge 5 milhões de contas de investidores em renda variável em janeiro. **B3**, 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/5-milhoes-de-contas-de-investidores.htm>. Acesso em: 02 de set. de 2022.

⁵ Disponível em:

<https://www.b3.com.br/data/files/71/D4/B3/69/6E4CE71082242CE7AC094EA8/Book_PF_ultimo%20trimestre2021.pdf>. Acesso em: 05 de set. de 2022.

Em suma, percebe-se que, entre 2011 e 2018, ou seja, em um período de 7 anos, não houve aumento considerável ano após ano, diferentemente do que ocorreu de 2019 a janeiro de 2022, em que o número de pessoas físicas cadastradas na B3 disparou, resultando em um aumento de 500% somente nesse período.

Um dos fatores que pode ter contribuído para essa mudança na quantidade de investidores pessoa física cadastrados na B3, é de que, nos últimos anos, o Brasil tem pautado de forma significativa o tema da educação financeira. A disseminação de assuntos como investimentos, endividamento e planejamento financeiro, têm ganhado cada vez mais força, principalmente por meio da internet e das redes sociais. Em 2019, inclusive, pela primeira vez, o Brasil foi palco de um *Reality Show* em TV aberta que tratava de temas como os citados anteriormente, através do *reality Me Poupe!*⁶, criado por uma das maiores influenciadoras digitais que trata sobre investimentos e educação financeira no país⁷. Não é à toa que, conforme exposto inicialmente, cada vez mais pessoas têm investido no mercado de capitais.

Em 2021, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), com o apoio do Instituto Brasileiro de Pesquisa e Análise de Dados (IBPAD), publicou um relatório, com data base de 2020, que tinha como objetivo mapear quem são os principais influenciadores digitais⁸ que falam sobre investimentos no Brasil, como eles se comportam e qual é o nível de influência sobre suas audiências⁹. Em resumo, a pesquisa apontou a existência de 266 influenciadores digitais que falam de investimentos, responsáveis por se comunicar com uma base de

⁶ME POUPE! O Reality Show vai para TV e as inscrições estão abertas. **Me Poupe!**, 2019. Disponível em: < <https://mepoupe.com/dicas-de-riqueza/me-poupe-o-reality-show-vai-para-tv-e-as-inscricoes-estao-abertas/>>. Acesso em: 02 de set. de 2022.

⁷No relatório divulgado pela ANBIMA em 2022, Nathália Arcuri está em 2º lugar no ranking de influenciadores digitais que falam sobre investimentos mais influentes do Brasil.

FINFLUENCE 2ª edição, quem fala de investimentos nas redes sociais. **ANBIMA**, 2022. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-2.htm>. Acesso em: 02 de set. de 2022.

⁸Sobre o termo influenciador digital, tem-se que "influenciadores digitais são entendidos como aqueles que construíram uma grande rede social de pessoas que os seguem. Além disso, eles são vistos como uma pessoa de confiança em um ou vários nichos" (DE VEIRMAN, Marijke; CAUBERGHE, Veroline; HUDDERS, Liselot. **Marketing through Instagram influencers: the impact of number of followers and product divergence on brand attitude**. In: International Journal of Advertising, 36(5), p. 798-828. p. 798. Tradução livre.

⁹INFLUENCIADORES de Investimentos. **ANBIMA**, 2022. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos.htm>. Acesso em: 02 de set. de 2022.

74 milhões de seguidores em seus canais. Isto equivale a pouco mais de um terço da população brasileira à época, de 211 milhões de pessoas¹⁰.

Novos dados foram publicados pela ANBIMA no ano de 2022: a quantidade de influenciadores subiu para 277¹¹. Além disso, a ampliação da presença desses atores em novas redes sociais contribuiu para um alcance ainda maior de audiência: eles passaram a atingir uma base em torno de 91,5 milhões de seguidores em seus perfis no período de monitoramento do relatório, ou seja, um crescimento de 23,6% em relação à primeira edição do relatório¹². Ademais, para melhor compreender a abrangência de público representada pelos influenciadores digitais, o alcance realizado por estes é maior do que o obtido por grandes veículos de imprensa e perfis de mídia especializados no mercado financeiro, os quais falam com cerca de 80,3 milhões de seguidores. Neste caso, foi realizado pela ANBIMA a soma dos seguidores de dez veículos – O Globo, Folha de São Paulo, O Estado de São Paulo, UOL, Valor Econômico, Valor Investe, Exame, InfoMoney, IstoÉ Dinheiro e UOL Economia – no *Facebook, Instagram, Twitter e YouTube*.

Esses movimentos educacionais têm sido combustível para que cada vez mais investidores de todas as classes sociais, com diferentes idades e nível de conhecimento sobre o mercado de capitais estejam buscando por produtos financeiros diferentes que compensem o risco ao trazer mais rentabilidade e diversificação aos seus investimentos. Assim, o arcabouço regulatório que visa proteger os investidores de varejo precisa de readequação, afinal, a legislação sempre buscou proteger esses agentes econômicos, tendo em vista premissas como a assimetria de informações¹³, uma vez que a informação é o principal bem jurídico sob tutela da intervenção estatal no mercado de capitais (TRINDADE, 2002). Soma-se a isto à existência de instituições

¹⁰ESTIMATIVAS da População. **IBGE**, 2022. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/populacao/9103-estimativas-de-populacao.html?=&t=resultados>>. Acesso em: 02 de set. de 2022.

¹¹FINFLUENCE 2ª edição, quem fala de investimentos nas redes sociais. **ANBIMA**, 2022. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos-2.htm>. Acesso em: 02 de set. de 2022.

¹²Ressalta-se que, conforme apontado pela ANBIMA, o número não corresponde a 91,5 milhões de pessoas, visto que uma mesma pessoa pode seguir mais de um influenciador na mesma rede social, assim como pode acompanhar o influenciador favorito em diferentes mídias.

¹³A assimetria de informações pode ser compreendida como a desigualdade de acesso de diferentes indivíduos a uma mesma informação. Nesse sentido, tem-se que “a informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presuma que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade” (YAZBEK, 2007, p. 42).

cada vez mais especializadas em atender a demanda desses consumidores, por meio de inovação e tecnologia, buscando suprir o desejo de maior diversificação e rentabilidade dos investidores, tanto no plano nacional quanto no internacional.

Nesse contexto de internacionalização dos investimentos, em 2018 e 2019, respectivamente, ocorreram os casos das instituições estrangeiras Avenue Securities LLC (Avenue) e Stakeshop PTY LTD. (Stake), em que ambas tiveram a oferta pública de serviços de intermediação de valores mobiliários no Brasil cessadas (“*stop order*”) pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sob pena de multa diária, através da emissão de atos administrativos editados pela autarquia¹⁴. Isto se deu porque ambas as empresas não estavam registradas como participantes do sistema de distribuição nacional, em desconformidade à previsão disposta no artigo 15 da Lei nº 6.385/76¹⁵. Para tais tomadas de decisão, a CVM baseou-se nos Pareceres de Orientação nº 32 e 33 de 2005 (Pareceres)¹⁶, os quais tratam sobre o uso da internet em ofertas de valores mobiliários e sobre a necessidade de registro perante a CVM dos agentes autorizados em outras jurisdições que pretendam oferecer serviços de intermediação de operações com valores mobiliários para investidores residentes no Brasil. Ou seja, por mais que as instituições não estivessem ofertando valores mobiliários em si e somente seus serviços via plataforma de investimentos para a negociação de ativos no exterior, a prospecção de clientes, quais sejam, de investidores residentes no Brasil, é vedada a instituições que não estejam devidamente habilitadas no sistema de distribuição de valores mobiliários do País. Consoante ao artigo 19, § 1º, da Resolução CVM nº 35/2021, é disposto que distribuição são quaisquer atos ou promessas de venda,

¹⁴Por meio dos Atos Declaratórios nº 16.761 e nº 17.041.

¹⁵Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os assessores de investimentos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV - as bolsas de valores. V - entidades de mercado de balcão organizado. VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

BRASIL. **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, DF: Presidência da República.

¹⁶BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Pareceres de Orientação nº 32 e 33 de 2005**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 30 set. 2005. Disponíveis em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pareceres-orientacao/anexos/pare032.pdf>> e <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare033.html>>. Acesso em 28 de set. 2022.

oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários¹⁷.

Nestes termos, ressalta-se que os casos ora abordados das empresas estrangeiras Avenue e Stake são de oferta pública de serviços de intermediação de valores mobiliários e não de oferta pública de valores mobiliários. As empresas divulgavam pela internet a possibilidade de abertura de conta para negociação de valores mobiliários nos Estados Unidos da América, sem menção a ativos específicos.

A partir disso, iniciaram-se discussões importantes entre as instituições estrangeiras e a área técnica da CVM visando alcançar um modelo de negócio viável e em conformidade com a regulamentação do mercado financeiro e de capitais. Por meio da Ata de Reunião do Colegiado da CVM nº 8/2021¹⁸, de 23 de fevereiro de 2021, que a discussão se encerrou e ficou reconhecida a possibilidade de atuação de intermediários estrangeiros no Brasil, desde que observados determinados fatores, como a obrigatoriedade de que este serviço ocorra somente por meio da contratação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários brasileiro, nos termos do artigo 15 da Lei nº 6.385/76¹⁹. Entretanto, ressalta-se que restou reconhecida apenas a legalidade da oferta de serviços por agentes estrangeiros a residentes nacionais e não a oferta de valores mobiliários em si, diferença a qual será objeto de estudo do presente trabalho.

Outro ponto a ser destacado é que as inovações tecnológicas no âmbito do mercado de capitais têm cada vez mais desafiado os reguladores, fazendo com que estes venham a rever suas técnicas tradicionais de regulação, com o objetivo de viabilizar de maneira mais célere as inovações oriundas deste mercado e, assim, atenderem aos seus objetivos regulatórios (COUTINHO FILHO, 2018). Assim, faz-se importante verificar se ao tomar decisões mais rápidas e inovadoras, como se deu no caso das empresas Avenue e Stake, os agentes reguladores permanecem exercendo seu papel nos limites da legislação e se seus atos administrativos obtêm respaldo

¹⁷BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 35/2021**. Estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários [...].

¹⁸BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO Nº 08 DE 23.02.2021**.

¹⁹BRASIL. **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, DF: Presidência da República.

legal para tanto, como nos casos do uso de Pareceres para permitir a atuação de intermediário estrangeiro no mercado de valores mobiliários nacional.

Diante do exposto, percebe-se a ausência de norma cogente sobre o tema ora abordado, uma vez que a CVM trata da matéria exclusivamente por meio de Pareceres e de demais atos administrativos, os quais embora possam ser compreendidos como fonte de direito, não possuem força vinculante, sendo, inclusive, o problema desta pesquisa. Dessa forma, o presente trabalho busca responder às seguintes perguntas: a atuação de intermediário estrangeiro no Brasil por meio de instituição integrante do sistema de distribuição brasileiro pode ser considerada legal à luz dos Pareceres de Orientação nº 32 e nº 33 de 2005 da CVM? Se sim, como se dará a fiscalização dos reguladores e autorreguladores do mercado de capitais frente à ausência de norma com força vinculante específica? Se não, como a CVM deverá tratar o tema? Afinal, a jurisdição da CVM se dá apenas em território nacional, conforme artigo 9º, § 6º, da Lei nº 6.385/76²⁰, e a figura do intermediário estrangeiro pressupõe um agente econômico sob jurisdição do país de origem.

Em face disso, o objetivo geral deste trabalho é analisar se a atuação de intermediário estrangeiro por meio de instituição integrante do sistema de distribuição nacional pode ser considerada legal à luz desses Pareceres.

Além disso, os objetivos específicos são: (i) compreender a diferença de oferta de serviços de valores mobiliários e oferta pública de valores mobiliários por agente estrangeiro a residentes brasileiros; (ii) entender quais são os requisitos para a atuação do intermediário estrangeiro em território nacional e as responsabilidades dos agentes brasileiros que atuarem nesse novo modelo de negócio; (iii) compreender como se dará a fiscalização perante as instituições distribuidoras de valores mobiliários brasileiras, inclusive em razão de descumprimentos regulatórios ou má-conduta por parte do agente estrangeiro, tendo em vista a ausência de norma vinculante específica sobre o tema; e, (iv) analisar os casos das empresas Avenue e

²⁰Art. 9º, (...) § 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.

BRASIL. **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, DF: Presidência da República.

Stake para compreender os seus desdobramentos e possíveis contribuições para a decisão recente do Colegiado da CVM.

Assim, visando responder os questionamentos elencados acima, é feita a análise da legislação brasileira e de referencial doutrinário sobre o mercado de capitais, assim como de decisões e atos administrativos de órgãos reguladores sobre o tema ora abordado, sendo que, para isso, a metodologia utilizada é indutiva e exploratória, com estudo de casos.

Para tanto, no primeiro capítulo desta pesquisa, é realizada a análise de termos como de sistema financeiro nacional, uma vez que o mercado de capitais está inserido neste, assim como será abordado os principais reguladores e autorreguladores do mercado financeiro e de capitais e suas funções, para que posteriormente a isso se possa melhor compreender outros conceitos como de sistema de distribuição de valores mobiliários, o conceito de valor mobiliários, o que e qual é o papel do intermediário no mercado de capitais até chegar no investimento em ativos estrangeiros por investidores residentes no Brasil.

No segundo capítulo, são realizados estudos de casos emblemáticos sobre o tema, tomando-se para isso a análise de atos administrativos da Comissão de Valores Mobiliários, com o objetivo de se elencar quais foram os requisitos utilizados para embasar o seu entendimento sobre a legalidade da atuação de agente estrangeiro no mercado de capitais brasileiro, bem como o desenrolar da discussão dos casos com a área técnica da Comissão de Valores Mobiliários e as contribuições dos casos para o entendimento final editado pelo seu Colegiado em 2021.

Por fim, no terceiro capítulo, propõe-se (i) analisar o papel da Comissão de Valores Mobiliários como órgão normativo deste mercado, (ii) abordar os atos administrativos da Comissão de Valores Mobiliários de forma crítica, relativamente ao fato de reconhecer um novo modelo de negócio frente à ausência de norma cogente específica a fim de verificar a legalidade desta autarquia para tal, para que, por fim, possa-se (iii) compreender se é legal ou não a oferta de serviços de valores mobiliários estrangeiros ao investidor de varejo no mercado de capitais brasileiro.

1 MERCADO DE CAPITAIS E O INVESTIMENTO EM VALORES MOBILIÁRIOS ESTRANGEIROS

O mercado de capitais é figura essencial no desenvolvimento de qualquer sociedade, uma vez que democratiza o acesso à captação da poupança popular para as empresas e seus empreendimentos, e aos investidores, diferentes formas de se obter maior rentabilidade financeira (PINHEIRO, 2009). Entretanto, a compreensão sobre o que é o mercado de capitais e sua função na economia exige uma breve análise de conceitos, como o de sistema financeiro.

A imagem de um sistema conduz justamente à ideia de que existe equilíbrio e integração entre as partes e o todo (LUHMAN, 2010 *apud* MIRAGEM, 2018). Sob essa ótica, percebe-se que a figura de um sistema financeiro pressupõe uma organicidade na intermediação das atividades financeiras de um país. Assim, sistema financeiro é o conjunto de instituições, instrumentos e mercados que atuam de forma a organizar a transferência de capital entre credores e devedores, ou, ainda, viabilizar a tomada de recursos entre agentes econômicos superavitários e deficitários – como pessoas, empresas, governos, entre outros (PINHEIRO, 2009).

O mercado de capitais está inserido dentro da estrutura do sistema financeiro, também conhecido como mercado financeiro. Ambos possuem papel relevante economicamente, de forma que, conjuntamente, são canalizadores da transferência de recursos da poupança popular para o investimento no setor produtivo (PINHEIRO, 2009). Frisa-se, contudo, que o mercado de capitais é uma fragmentação do sistema financeiro, por meio do qual são efetuadas operações sem natureza de negócios creditícios, e sim com o objetivo de viabilizar capitalização às entidades emissoras de valores mobiliários e de proporcionar liquidez aos seus titulares (EIZIRIK, 2011).

No Brasil, ele está inserido no âmbito do Sistema Financeiro Nacional (SFN). O SFN nada mais é do que uma forma jurídica de o Estado regular as relações financeiras em geral, por meio de uma regulação jurídico-econômica, além de proteger a economia popular e a poupança nacional (MIRAGEM, 2018), ou seja, o mercado de capitais compõe o sistema financeiro nacional, mas diverge do mercado financeiro devido às suas especificidades, conforme será tratado neste estudo adiante.

1.1 O Sistema Financeiro Nacional

O SFN foi criado por meio da Lei nº 4.595/64²¹, a qual também criou as figuras do Banco Central do Brasil (BCB) e do Conselho Monetário Nacional (CMN). Nestes termos, o SFN trata-se de uma regulação jurídica e econômica que pressupõe a organicidade das relações juridicamente relevantes atinentes à atividade financeira (MIRAGEM, 2018).

De acordo com o BCB²², o SFN é formado por um conjunto de entidades e instituições que promovem a intermediação financeira, isto é, o encontro entre credores e tomadores de recursos. É organizado por agentes normativos, supervisores e operadores: (i) os órgãos normativos são responsáveis por definir as regras gerais com o objetivo de garantir o bom funcionamento do sistema; (ii) as entidades supervisoras têm como responsabilidade atuar para que os integrantes do sistema financeiro sigam as regras definidas pelos órgãos normativos; e, (iii) os operadores, por fim, são as instituições que ofertam os serviços financeiros, atuando no papel de intermediários financeiros.

Além disso, é dentro dessa organização que se encontram as figuras do CMN, como órgão normativo, e do BCB e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como entidades supervisoras. Tanto o BCB quanto a CVM têm como objetivo assegurar que os operadores do mercado de capitais sigam as normas estabelecidas pelo CMN. A CVM, contudo, foi criada anos depois, através da Lei nº 6.385/76²³, com o fito de regular especificamente o mercado de capitais e assegurar a tutela jurídica do investidor.

Atualmente, o SFN se divide em seis segmentos: mercado monetário, de crédito, de câmbio, de capitais, de seguros privados e de previdência fechada, sendo relevante para este trabalho a figura do mercado de capitais.

²¹BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República.

²²SISTEMA Financeiro Nacional (SFN). **Banco Central do Brasil**, 2022. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>>. Acesso em 14 de ago. 2022.

²³BRASIL. **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, DF: Presidência da República.

Dentre as instituições que compõem o SFN, frisa-se que a figura das corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários terão maior relevância neste estudo, pois atuam principalmente intermediando a negociação de títulos e valores mobiliários no mercado de capitais e são supervisionadas tanto pelo BCB quanto pela CVM.

Acerca da composição do SFN, existem três órgãos normativos: O Conselho Monetário Nacional, o Conselho Nacional de Seguros Privados e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (FORTUNA, 2002). O Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) é o órgão responsável por fixar as diretrizes e normas da política de seguros privados. Já o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC) tem por função regular o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar. Nesse sentido, enquanto a previdência complementar aberta (seguros privados, capitalização e previdência complementar aberta), de acesso ao público geral mediante contratação, permanece sob disciplina e fiscalização dos órgãos do sistema securitário, o CNSP e a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), as entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão) submetem-se à disciplina de órgãos normativos e de supervisão específicos, como o CNPC e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) (MIRAGEM, 2018). Entretanto, estes não apresentam relevância para esta pesquisa e não serão aprofundados no seu decorrer.

Para fins deste estudo, faz-se importante a figura do CMN, órgão normativo responsável pela fixação das diretrizes das políticas monetária, creditícia e cambial do país. É também a entidade superior do sistema financeiro, sendo de sua competência, entre outras, regular a constituição, o funcionamento e a fiscalização de todas as instituições financeiras que operam no Brasil (FORTUNA, 2002). É no CMN em que são estabelecidas as principais normas para o funcionamento das instituições financeiras, entre outras atribuições.

Quanto ao BCB, é disposto que é a entidade criada para atuar como órgão executivo central do sistema financeiro, cabendo a ele a responsabilidade de cumprir e fazer cumprir as disposições que regulam o funcionamento do sistema e as normas expedidas pelo CMN. Dentre suas atribuições, encontra-se estes relevantes: (i) exercer a fiscalização das instituições financeiras, punindo-as quando necessário; (ii) autorizar o funcionamento, estabelecendo a dinâmica operacional, de todas as

instituições financeiras; e, (iii) vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais. É por meio do BCB que o Estado intervém diretamente no sistema financeiro e, indiretamente, na economia brasileira (FORTUNA, 2002).

Por fim, quanto à CVM, esta tem poderes de fiscalizar e disciplinar o mercado de capitais, cabendo sob sua guarda as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários (FORTUNA, 2002).

Diante deste cenário, percebe-se que eventual empresa que queira ofertar seus valores mobiliários ao público em geral, precisa necessariamente passar pelo crivo da CVM, uma vez que esta é o principal órgão regulador do mercado de capitais, tendo, portanto, maior relevância para este estudo. Por este motivo, será abordada nos capítulos posteriores, bem como a compreensão dos limites da sua jurisdição.

1.1.1 O Mercado de Capitais

A função essencial do mercado de capitais é de viabilizar os canais adequados por meio dos quais os agentes econômicos deficitários - aqueles com menor capacidade de geração de poupança - obtêm os recursos de que necessitam para seus empreendimentos, e os agentes superavitários - aqueles com maior acúmulo de patrimônio financeiro -, conseguem aplicar suas poupanças com o objetivo de obter mais rentabilidade financeira pela disposição desse capital (PERES, 2021). Ou seja, o mercado de capitais proporciona as condições necessárias para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, para o financiamento de seus projetos de investimento ou até mesmo para alongar o prazo de suas dívidas, sem a necessidade de intermediação bancária (EIZIRIK, 2011).

Em resumo, o mercado de capitais pode ser configurado como fator chave para o desenvolvimento econômico na medida em que interliga motivações diferenciadas dos agentes econômicos, operando desintermediação financeira entre poupadores e empreendedores, de modo a direcionar a aplicação da poupança popular para

satisfazer as necessidades de recursos, como por exemplo, para a produção de bens e serviços (GORGA, 2003).

De praxe, quando uma empresa se encontra diante da necessidade de captação de novos recursos, esta possui três possibilidades para tal, quais sejam: (i) utilizar recursos próprios, como seus lucros; (ii) financiamento bancário, seja por meio de linhas de crédito tradicionais ou governamentais - como pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); e, (iii) através do mercado de capitais, por meio da emissão de valores mobiliários diretamente aos investidores (CVM, 2019). Este último apresenta grande relevância, uma vez que os investidores possibilitam o aumento do estoque de capital, ou seja, possibilitam o fluxo de capital novo, gerando o aumento de capacidade produtiva na economia (HALL e TAYLOR, 1989).

Diante do exposto, além de permitir a capitalização das empresas por meio de um acesso democrático à captação da poupança popular, e de acesso a investimentos com possibilidade de maior rentabilidade para os poupadores, o mercado de capitais apresenta outras funções relevantes, como: (i) conciliar o interesse do poupador de ofertar recursos com maior liquidez ao das instituições emissoras de valores mobiliários de obter capital para seus empreendimentos; (ii) transformar pequenos e médios montantes de recursos em grandes montantes de capital para as empresas emissoras; (iii) transformar a natureza dos riscos, pois com a subscrição de diversos investidores, o risco de crédito e liquidez se divide entre eles e não só a um único investidor, como no caso de empréstimo ou aportes bancários; (iv) garantir maior agilidade no processo de transferência dos recursos, já que valores mobiliários, como ações, debêntures, entre outros, são padronizados e tornam-se aptos a circularem em massa no mercado; e, (v) mitigar a assimetria informacional sobre produtos financeiros e sobre informações como a saúde financeira das empresas emissoras de valores mobiliários, garantindo homogeneidade sobre a oferta e demanda de recursos (EIZIRIK, 2011).

Outro aspecto importante sobre o mercado de capitais, é que ele é dividido em dois segmentos: o mercado primário e o mercado secundário (CVM, 2019). O mercado primário é responsável diretamente pela emissão pública de novos valores mobiliários, mediante a mobilização da poupança popular. É no mercado primário que as

empresas realizam a captação de recursos dos investidores, por meio da subscrição de valores mobiliários emitidos pelas empresas, que poderão, então, utilizá-los em seus projetos econômicos. Dessa forma, os investidores, ao subscrever os valores mobiliários no mercado primário, participam tanto dos riscos quanto dos resultados da atividade produtiva, bem como possuem direitos aos lucros gerados pelo fortalecimento e crescimento das empresas investidas (EIZIRIK, 2011). Não é à toa que a compra de ações de empresas listadas nos mercados da B3 é uma das formas mais populares de se tornar sócio de empresas famosas ou bem consolidadas, já que a compra de ações garante ao investidor uma pequena parte do empreendimento.

O mercado secundário, contudo, não possibilita a entrada de novos recursos para as empresas que foram emissoras dos valores mobiliários, já que neste segmento inexistem a emissão de títulos novos. No mercado secundário, normalmente, as operações ocorrem por meio de Bolsa de Valores, ou de Futuros e Mercadorias, ou até mesmo no chamado “mercado de balcão”, além de poderem ocorrer também fora desses mercados, de forma privada, realizadas, assim, fora do mercado de capitais (EIZIRIK, 2011). Neste segmento do mercado, a negociação dos valores mobiliários se dá exclusivamente entre os investidores, sem qualquer vínculo com a companhia que emitiu os títulos (PERES, 2021). É no mercado secundário que ocorrem a maior parte das transações acionárias e, por esta razão, ouve-se muito falar sobre “quedas” e “altas” na Bolsa de Valores, já que simultaneamente milhares de pessoas estão a negociar suas ações diariamente, fazendo com que as oscilações dos preços possam variar constantemente. Segundo dados da B3²⁴, só as pessoas físicas, em 2021, foram responsáveis por movimentar mais de 500 bilhões no mercado, sendo um aumento de 9% em relação a 2020.

Ademais, uma das funções essenciais do mercado secundário é a de conferir liquidez aos valores mobiliários, permitindo que seus adquirentes possam vendê-los rapidamente. A existência de um mercado secundário ativo, garante a captação de recursos novos no mercado primário, tendo em vista que, assim, os investidores conseguem liquidar os ativos adquiridos no mercado primário e, obtêm recursos com

²⁴B3 atinge 5 milhões de contas de investidores em renda variável em janeiro. **B3**, 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/5-milhoes-de-contas-de-investidores.htm>. Acesso em: 02 de set. de 2022.

a alienação dos valores mobiliários por eles adquiridos, possibilitando, então, a realização de novos investimentos no mercado primário (EIZIRIK, 2011).

Destaca-se, ainda, a diferença do mercado de capitais para um mercado comum, tendo em vista que, ainda que a ideia implícita seja a mesma, ou seja, um ponto de encontro entre compradores e vendedores, no mercado de capitais tem-se um local em que sempre há compradores e vendedores dispostos a comprar e vender por determinado valor. Em resumo, o mercado de capitais contempla a ideia de que sempre haverá valores mobiliários colocados à venda a um preço e compradores dispostos a adquirir, a um preço, estes valores mobiliários. Se qualquer um desses requisitos deixar de existir, não há mais mercado, pois nele o processo deve ser contínuo, de forma que, o mercado nunca irá permanecer se houver um comprador sem vendedor e vice-versa (BERLE e MEANS, 2009).

Contudo, para melhor entendimento sobre o funcionamento do mercado de capitais, faz-se necessário a abordagem de outros assuntos como a atuação da CVM e os limites da sua jurisdição no mercado de capitais, bem como compreender o que é o sistema de distribuição de valores mobiliários e qual é o papel do intermediário nele, além de conceitos como o de valor mobiliário, para que, por fim, seja possível a compreensão global do objetivo desta pesquisa e a relevância da temática do acesso direto a investimentos em ativos no exterior, conforme será abordado nos tópicos a seguir.

1.2 A Comissão de Valores Mobiliários e Sua Jurisdição

Dentre os objetivos da regulação do mercado de capitais, sob orientação do interesse público, estão a proteção dos investidores, a eficiência do mercado, a criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas, bem como de evitar a concentração de poder econômico e impedir a criação de situações de conflitos de interesse (EIZIRIK, 2011). Entretanto, o objetivo mais apontado pela doutrina como fundamental, é o de proteção aos investidores. Isto porque é importante promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores

mobiliários (CARVALHOSA e EIZIRIK, 2010). Além de outros pontos, é neste sentido que se faz também necessária e importante a existência fiscalizatória da CVM no mercado de capitais.

No Brasil, o mercado de capitais é regulado por meio da Lei nº 6.385/76²⁵, responsável pela criação da Comissão de Valores Mobiliários e por instituir o novo marco regulatório do mercado de capitais brasileiro. Neste sentido, o legislador, ao determinar as finalidades da atuação da Comissão de Valores Mobiliários e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, contribuiu para a melhor compreensão dos objetivos que devem guiar a atuação dos órgãos reguladores do mercado de capitais (PERES, 2021).

Faz-se importante informar que a CVM é, nos termos do artigo 5º da Lei nº 6.385/76²⁶, entidade autárquica em regime especial, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, com as finalidades previstas nas Leis nº 6.385/76 e nº 6.404/76²⁷ e no seu regimento interno, conforme aprovado pela Portaria do Ministério da Fazenda nº 327/1977 (Portaria nº 327) (PERES, 2021). Isto significa que, como autarquia, a CVM integra a administração pública indireta, e como tal, deve obedecer aos princípios constitucionais da administração pública, como os princípios da legalidade, da impessoalidade, da moralidade administrativa, da publicidade e da eficiência. Além disso, a Lei nº 9.784/99 (Lei do Processo Administrativo Federal)²⁸, em seu artigo 2º, faz referência como princípios também da administração pública, os da finalidade, da motivação, da razoabilidade, da proporcionalidade, da ampla defesa, do contraditório, da segurança jurídica e do interesse público (DI PIETRO, 2012).

Quanto às atribuições da CVM, na forma da lei, estas ficam limitadas às atividades exercidas no mercado de capitais, bem como compete a ela estabelecer as regras e condições de acesso aos mercados por ela regulados, assim como as

²⁵BRASIL. **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, DF: Presidência da República.

²⁶Art. 5º. É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

²⁷BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República.

²⁸BRASIL. **Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999.** Regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal. Brasília, DF: Presidência da República.

condições de atuação e de especialização (EIZIRIK, 2011). Contudo, no Brasil, a competência para autorização das instituições depende do regulador setorial. Portanto, cabe ao CMN regular a constituição, funcionamento e fiscalização das instituições que exercerem atividades subordinadas à Lei nº 4.595/64²⁹, cabendo ao BCB conceder as correspondentes autorizações, nos termos do inciso X, do artigo 10 da Lei nº 4.595/64³⁰ (PERES, 2021).

Nestes termos, é possível compreender que, as instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários brasileiro precisam, previamente, obter autorização do BCB para a sua constituição e funcionamento. Já no que diz respeito ao desempenho de suas funções no mercado de capitais, devem observar as regras editadas pela CVM em relação à atividade de distribuição e intermediação de valores mobiliários, em especial à Resolução CVM nº 35/2021³¹, responsável por estabelecer as normas e procedimentos que devem ser observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Destaca-se ainda que a função da CVM como agente regulador e fomentador do mercado de capitais é papel que lhe é reservado em decorrência do artigo 174 da Constituição Federal de 1988, dispositivo que trata da atuação do Estado na atividade econômica (PERES, 2021). Nessa perspectiva, as principais atribuições da CVM são de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, podendo, para tanto, instaurar e julgar processos administrativos sancionadores e impor penalidades aos infratores da Lei nº 6.385/76 e da Lei nº 6.404/76, cabendo a ela também, a tutela do investidor no mercado de capitais (CVM, 2019).

²⁹BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República.

³⁰Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil: (...) X - Conceder autorização às instituições financeiras, a fim de que possam: a) funcionar no País; b) instalar ou transferir suas sedes, ou dependências, inclusive no exterior; c) ser transformadas, fundidas, incorporadas ou encampadas; d) praticar operações de câmbio, crédito real e venda habitual de títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, ações Debêntures, letras hipotecárias e outros títulos de crédito ou mobiliários; e) ter prorrogados os prazos concedidos para funcionamento; f) alterar seus estatutos. g) alienar ou, por qualquer outra forma, transferir o seu controle acionário.

³¹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 35/2021**. Estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários [...].

Entretanto, essa atuação é limitada no que tange ao alcance de sua jurisdição. O artigo 2º da Portaria nº 327 dispõe de forma expressa que a CVM tem jurisdição em todo o território nacional (PERES, 2021), o que se subentende que a atuação da CVM é permitida somente em território brasileiro, sendo este um ponto relevante quando se trata da tutela do investidor brasileiro investindo em mercados internacionais por meio de instituições que estão sob a jurisdição do país de origem e não possuem qualquer tipo de submissão à CVM ou sede no Brasil.

1.2.1 A Autorregulação do Mercado de Capitais

No mercado de capitais se encontra também a figura da autorregulação, a qual pode ser conceituada como a atividade interventiva de ente privado sob outros entes da esfera privada (MOREIRA, 1997). Isto se dá, na maioria das vezes, por meio de acordos ou decisões estabelecidas entre os agentes regulados e suas organizações associativas com o objetivo de estabelecer uma função reguladora em relação a eles próprios em prol de um interesse em comum (DONAGGIO, 2016).

Atualmente, a atuação de órgãos de autorregulação tem se tornado bastante comum na regulação de setores e profissões, a fim de garantir segurança jurídica a todos os atores do mercado em que atuam. No mercado de capitais, encontram-se como principais entidades autorreguladoras: (i) a ANBIMA³², associação privada que atua representando as instituições do mercado de capitais brasileiro, como bancos, gestoras de recursos, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, entre outros; (ii) a B3³³, que atua também como entidade autorreguladora do mercado financeiro, por meio da criação e administração de sistemas de negociação, compensação, liquidação, depósito e registro de custódia dos principais tipos de ativos presentes no mercado financeiro; e, (iii) a BSM Supervisão de Mercados³⁴ (BSM), que atua como o departamento de autorregulação dos mercados administrados pela B3, realizando as

³²QUEM Somos. **ANBIMA**, 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm. Acesso em 26 de set. de 2022.

³³INSTITUCIONAL. **B3**, 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/. Acesso em 26 de set. de 2022.

³⁴QUEM Somos. **BSM**, 2022. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/quem-somos#:~:text=A%20BSM%20Supervis%C3%A3o%20de%20Mercados,monitoramento%2C%20supervis%C3%A3o%20e%20fiscaliza%C3%A7%C3%A3o%20do>. Acesso em 26 de set. de 2022.

atividades de autorregulação, monitoramento, supervisão e fiscalização dos mercados e seus participantes.

Ademais, encontra-se a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (ANCORD)³⁵, que tem por objetivo representar as empresas e profissionais que exercem atividades de intermediação, distribuição, administração e gestão de títulos e valores mobiliários nos mercados financeiro, de capitais, de câmbio e de mercadorias, atuando na defesa dos interesses da indústria de intermediação junto aos órgãos reguladores e autorreguladores, B3, BSM, autarquias e demais entidades.

Feita a exposição, passa-se a análise do sistema de distribuição de valores mobiliários nacional, figura importante para a melhor compreensão desta pesquisa.

1.2.2 O Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários

O sistema de distribuição de valores mobiliários é conhecido por compreender o conjunto de instituições, sistemas e procedimentos relacionados ao processo de colocação e negociação dos valores mobiliários no mercado³⁶. Assim, atividades como as ofertas públicas de distribuição, para colocação das emissões no mercado, as negociações e a intermediação realizadas em bolsa ou balcão, a compensação e a liquidação dessas negociações, como também as ofertas públicas de aquisição são realizadas por intermédio desse sistema (CVM, 2017).

Neste sentido, a Lei nº 6.385/76³⁷ enumera os tipos de instituições participantes desse sistema, quais são: (i) as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários como agentes da companhia emissora ou por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para colocá-la no mercado; (ii) as sociedades que tenham por objeto a compra de

³⁵INSTITUCIONAL. **Ancord**, 2022. Disponível em: <https://www.ancord.org.br/institucional/sobre-nos/>. Acesso em 26 de set. de 2022.

³⁶SISTEMA de Distribuição de Valores Mobiliários. **CVM**, 2022. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/sistema_distribuicao/introducao.html. Acesso em 26 de set. de 2022.

³⁷BRASIL. **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, DF: Presidência da República.

valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; (iii) as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; (iv) as bolsas de valores; (v) as entidades de mercado de balcão organizado; (vi) as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e (vii) as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

Assim, tem-se que o exercício das diversas atividades relacionadas ao sistema de distribuição depende de autorização e/ou da supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. Além disso, nenhuma emissão de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na CVM, que deverá manter também registro para a negociação no mercado (CVM, 2017). Dessa forma, a Lei nº 6.385/76³⁸ confere à CVM amplos poderes para regulamentar e fiscalizar o sistema.

Feita a exposição, verifica-se que se trata de termo fundamental para compreender a irregularidade ou não da atuação do intermediário estrangeiro no mercado de valores mobiliários nacional. Passa-se agora à análise do conceito de valor mobiliário, figura importante na economia global, além de citado muitas vezes durante esta pesquisa.

1.2.3 Conceito de Valor Mobiliário

A definição de valor mobiliário sempre foi considerada difícil, seja pela doutrina, pelos legisladores ou por operadores do Direito. Isto se dá pelo fato de constituírem bens com características peculiares. Neste sentido, se diferem de outros bens em determinados aspectos fundamentais, como: (i) não possuir valor intrínseco, ou seja, valor em si, uma vez que o seu valor depende de outros fatores, por exemplo, o valor de uma ação depende, entre outros fatores, de sua liquidez no mercado, atividades da emissora e lucratividade e perspectivas de valorização futura; e, (ii) não são bens fabricados para serem usados ou consumidos, e sim são emitidos e depois ofertados

³⁸BRASIL. **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, DF: Presidência da República.

aos investidores, que podem negociá-los a preços variáveis e por um número indeterminado de vezes (EIZIRIK, 2011).

Por suas características peculiares, os valores mobiliários estão disciplinados em legislação especial, uma vez que as normas gerais do direito civil e comercial não são suficientes para adquirir uma proteção efetiva aos seus adquirentes e emissores (PERES, 2021). Contudo, a figura do valor mobiliário pode ser vista como a exteriorização jurídica de um elo econômico, decorrente de uma relação obrigacional entre os agentes deficitários e superavitários em um investimento em comum, sendo que esta relação deve obedecer a forma estabelecida na lei e/ou no contrato (MATTOS FILHO, 2015).

Consoante à CVM³⁹, de início, a Lei nº 6.385/76 trouxe um conceito mais restrito para valor mobiliário, evitando delimitar características amplas que pudessem ser utilizadas como referência para a caracterização de um título como valor mobiliário. O legislador se atentou à época apenas a listar o que deveria ser considerado como valor mobiliário e outorgou ao CMN competência para alterar a lista, quando houvesse necessidade.

Entretanto, no decorrer do tempo, embora isso tivesse funcionado, esse conceito mais restrito começou a se mostrar ineficaz frente à crescente e constante criação de novos produtos de investimento. Nestes termos, foi editada a Medida Provisória nº 1.637/98, a qual buscou conceituar valor mobiliário de forma mais ampla, justamente com o objetivo de abranger as novas modalidades de captação da poupança popular (CVM, 2019).

De forma que, com essa nova definição, na forma da lei, são valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros⁴⁰.

³⁹VALORES Mobiliários – Introdução. **Portal do Investidor**, CVM. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/introducao.html>. Acesso em: 14 de agosto de 2022.

⁴⁰BRASIL. **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, DF: Presidência da República.

Junto a isto, a Lei nº 10.303/01 incorporou esse conceito ao artigo 2º da Lei nº 6.385/76, que atualmente dispõe a seguinte redação:

“Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”⁴¹

Com isso, são considerados valores mobiliários: (i) todos os listados nos incisos I ao VIII do artigo 2º da Lei nº 6.385/76; (ii) quaisquer outros criados por lei ou regulamentação específica; e, (iii) quaisquer outros que se enquadrem no inciso IX da Lei, conforme disposto acima.

Além disso, segundo Eizirik (2011, p. 25-26):

“(…) os valores mobiliários não são bens produzidos ou fabricados para serem usados ou consumidos, mas são emitidos e depois ofertados aos investidores, que podem negociá-los no mercado secundário a preços variáveis e por um número determinado de vezes.

Em terceiro lugar, embora tenham em comum aptidão a circular publicamente em massa devido à sua natureza fungível, os ativos considerados valores mobiliários possuem características díspares entre si, por atribuírem a seus

⁴¹BRASIL. **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, DF: Presidência da República.

titulares diferentes direitos e, também, por serem utilizados para diversas finalidades.”

Assim, percebe-se que o conceito de valor mobiliário é de extrema relevância para o mercado e para este estudo. Isto porque se um título é considerado um valor mobiliário, significa que ele se sujeita às regras e à fiscalização da CVM, o que implica em uma mudança significativa na forma como esses títulos podem ser ofertados e negociados no mercado.

1.2.4 O Papel do Intermediário no Mercado de Capitais

Intermediário é a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários⁴², nos termos da Resolução CVM nº 35/2021.

Importante analisar que a Resolução faz referência à necessidade de uma habilitação para atuar, o que infere a exigência de algum tipo de autorização ou registro de acordo com a legislação brasileira. E é justamente no artigo 15 da Lei 6.385/76⁴³ que encontramos esta obrigatoriedade de registro perante a CVM, para que, assim, uma instituição seja considerada participante do sistema de distribuição nacional.

Ademais, nos termos da Lei supramencionada, é disposto que o termo distribuição se refere a quaisquer atos de venda, promessa de venda, oferta à venda

⁴²BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 35/2021**. Estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários [...].

⁴³Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os assessores de investimentos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV - as bolsas de valores; V - entidades de mercado de balcão organizado; VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e, VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas⁴⁴.

No mercado de capitais, os intermediários são meros intervenientes e prestam serviços de aproximação, de representação ou de liquidação de operações para seus clientes. Diferentemente do mercado financeiro, neste mercado, não há intermediação bancária entre os agentes financeiros (MOSQUERA, 1999).

A partir disso, é possível compreender o papel do intermediário, que se dá principalmente por meio das corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, na atividade de intermediação.

Atualmente, no mercado brasileiro, elas são as principais responsáveis por oferecer serviços como, plataformas de investimento pela internet - conhecidas como *home broker* -, consultoria financeira, clubes de investimentos, financiamento para compra de ações e administração e custódia de títulos e valores mobiliários de clientes (tanto pessoa física quanto jurídica). São os intermediários, por exemplo, os responsáveis por transmitir as ordens de compra e venda de seus clientes de ações ou demais produtos financeiros na Bolsa de Valores⁴⁵.

Dentre suas principais atividades no mercado de capitais estão também:

Principais Atividades das Corretoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários
comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros
operar em bolsas de mercadorias e de futuros por conta própria e de terceiros
intermediar a oferta pública e distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado

⁴⁴Art. 19. (...) § 1º. São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.

⁴⁵O que São a Corretora e a Distribuidora de Títulos e de Valores Mobiliários? **Banco Central do Brasil**, 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/corretoradistribuidora>. Acesso em 26 de set. de 2022.

operar em bolsas de valores
administrar carteiras e custodiar de títulos e valores mobiliários
subscrever emissões de títulos e valores mobiliários no mercado
exercer funções de agente fiduciário
instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento
intermediar operações de compra e venda de moeda estrangeira, além de outras operações no mercado de câmbio
praticar operações de compra e venda de metais preciosos, no mercado físico, por conta própria e de terceiros
realizar operações compromissadas
praticar operações de conta margem
prestar serviços de intermediação e de assessoria ou assistência técnica, em operações e atividades nos mercados financeiro e de capitais

Fonte: Banco Central do Brasil⁴⁶

Outro ponto importante é que a presença física do intermediário por meio de seus prepostos para a obtenção e manutenção de clientes se tornou dispensável mediante a adoção de novas tecnologias. Para tanto, resta suficiente que observem a legislação vigente e, em relação a entidades estrangeiras, a jurisdição em que se encontra autorizada a operar (PERES, 2021).

A intermediação aqui referida é um negócio jurídico chamado de *underwriting*, responsável por propiciar a aproximação entre o emissor dos valores mobiliários e o investidor, caracterizando-se, assim, como um prestador de serviços na emissão

⁴⁶O que São a Corretora e a Distribuidora de Títulos e de Valores Mobiliários? **Banco Central do Brasil**, 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/corretoradistribuidora>. Acesso em 26 de set. de 2022.

pública de títulos, serviço pelo qual recebe remuneração (NODA, 2010). Neste sentido, o contrato de *underwriting* foi definido como:

“O contrato de *underwriting* caracteriza-se como um ajuste bilateral, não solene, comutativo e de trato sucessivo. É bilateral porque gera obrigações para a companhia emissora e para o *underwriter*. Não solene, por inexistir qualquer formalidade específica para a sua concretização. É um contrato comutativo, na medida em que as prestações dos contratantes são de antemão conhecidas e compensam-se umas com as outras, cabendo ao *underwriter* receber as comissões negociadas e, em contrapartida, realizar as prestações certas e determinadas pactuadas com o ofertante. Constitui ainda um contrato de trato sucessivo, uma vez que as prestações são executadas em etapas, de modo contínuo, até o encerramento do período de distribuição dos valores mobiliários” (EIZIRIK, 2011, p. 186).

Feita essas considerações, passa-se à análise do investimento em valores mobiliários estrangeiros, a fim de compreender o papel do Estado na tutela do investidor e quais são os ativos permitidos pela legislação brasileira aos investidores de varejo em decorrência desta proteção, bem como a diferença de oferta pública de valores mobiliários e oferta de serviços de intermediação.

1.3 O Investimento em Valores Mobiliários Estrangeiros

Embora o investimento de capital em valores mobiliários no exterior não represente novidade, a prática se encontrava em sua maioria restrita a investidores classificados como qualificados ou profissionais, ou seja, investidores com maior disposição de patrimônio financeiro e conhecimento sobre o mercado de capitais (PERES, 2021). A regulamentação brasileira previa hipóteses e produtos que permitiam a esses investidores residentes no Brasil a estarem com ativos expostos nos mercados internacionais, como através de fundos de investimento, *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs), *Exchange-Traded Funds* (ETFs)⁴⁷ e acesso a bolsas

⁴⁷COMO e Por que Investir no Exterior. **Infomoney**, 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/investir-no-externior/>. Acesso em: 26 de set. de 2022.

estrangeiras por meio de telas de negociação disponibilizadas a instituições brasileiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários nacional (PERES, 2021).

Para investidores do público de varejo, a possibilidade se dava em percentuais menores e sem muita autonomia. Uma das opções conhecidas eram os fundos de investimento no exterior (FIE), os quais quando destinados ao público em geral, possuem restrições de que o fundo invista somente até 20% do seu patrimônio líquido em ativos financeiros no exterior, conforme disposto pela Instrução CVM nº 555/2014, na Seção II – Ativos Financeiros no Exterior⁴⁸. Enquanto para investidores profissionais, fundos classificados como “Renda Fixa - Dívida Externa” com o sufixo “Investimento no Exterior” em sua denominação, e os fundos destinados a investidores qualificados que observem os requisitos previstos no artigo 101, parágrafo primeiro, da Instrução CVM nº 555/14, podem aplicar até 100% do seu patrimônio líquido em ativos estrangeiros (PERES, 2021).

Contudo, antes de delinear as alternativas existentes de investimento em ativos estrangeiros permitidas pelas normas do mercado de capitais, é essencial analisar: as figuras de investidor qualificado e profissional, os quais exigem do investidor disposição elevada de patrimônio financeiro ou de conhecimento sobre o mercado de capitais a nível profissional; o conceito de investidor de varejo e quais são os motivos de maior proteção jurídica a este agente econômico. Para que, por fim, possa-se compreender as características do novo modelo de negócio viabilizado pela CVM, como a oferta de serviços de valores mobiliários por intermediário estrangeiro aos investidores residentes no Brasil, conforme será abordado nos tópicos a seguir.

1.3.1 A Classificação dos Investidores e a Tutela Estatal

No Brasil, diversas são as vezes em que os investidores se deparam com limitações de acesso amplo ao rol de produtos do mercado de capitais, em razão da alta proteção regulatória. Conforme exposto pela ANBIMA⁴⁹, isto se dá porque a

⁴⁸BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 555/2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

⁴⁹CLASSIFICAÇÃO dos Investidores e Suitability no Mercado de Valores Mobiliários. **ANBIMA**, 2014. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-

necessidade de proteção aos investidores figura como uma das principais justificativas para a intervenção tutelar do Estado a partir da regulação financeira.

A categorização dos investidores na regulação é um exemplo desta tutela, pois confere diferentes níveis de proteção ao investidor de acordo com seu status em relação a: (i) condições financeiras e, (ii) conhecimento de mercado. A IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), a qual reúne as comissões de valores mobiliários de 115 países, inclusive o Brasil⁵⁰, em seu Relatório sobre *suitability* de produtos complexos⁵¹, destaca a difusão desta prática internacionalmente, em jurisdições que adotam diferentes tipos e critérios de classificação dos clientes, e sugere que os reguladores promovam algum tipo de classificação dos investidores em suas normas. Além disso, dispõe que, embora existam características particulares em cada jurisdição, há objetivos comuns que formam a base para um sistema eficaz de regulação, sendo um deles a proteção dos investidores.

No Brasil, esta tutela se dá principalmente por meio da Resolução CVM nº 35/2021⁵², que classifica os investidores em três grupos: investidores profissionais, investidores qualificados e os demais investidores, a quem pode-se referir como investidores de varejo. A CVM afirma que esta categorização tem como objetivo impedir que investidores com pouco conhecimento sobre o mercado de capitais venham a adquirir valores mobiliários em situação de significativa assimetria informacional (CVM, 2017).

Nessa perspectiva, investidores institucionais, os quais atuam cotidianamente nos mercados e possuem capacidade técnica avaliada pelos reguladores, normalmente se encaixam na categoria de investidores profissionais. Já no caso daqueles investidores não especializados nos mercados de valores mobiliários,

legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios.htm>.

Acesso em: 05 de set. de 2022.

⁵⁰INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITY AND COMMISSIONS. **Objectives and Principles of Securities Regulation**. [S.l.]: International Organization of Security and Commissions, p. 12.

⁵¹CLASSIFICAÇÃO dos Investidores e Suitability no Mercado de Valores Mobiliários. **ANBIMA**, 2014. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios.htm>. Acesso em: 05 de set. de 2022.

⁵²BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 35/2021**. Estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários [...].

diversas possibilidades de tratamento são utilizadas em diferentes jurisdições, com critérios quantitativos e qualitativos para determinação da qualificação dos investidores.

Segundo a ANBIMA⁵³, a CVM optou por mesclar estes critérios, com peso especial para o quantitativo, que serve de parâmetro para a sofisticação do investidor. A opção pelo foco no critério quantitativo foi realizada devido ao fato de este ser o mais utilizado internacionalmente. Assim, parte-se do princípio que os investidores com capacidade financeira privilegiada possuem, geralmente, experiência em investimentos financeiros e se dedicam a cuidar das suas aplicações, bem como têm acesso aos prestadores de serviços de maior sofisticação do mercado de valores mobiliários. Neste contexto, investidores pessoas naturais ou jurídicas que possuem um significativo volume de investimentos financeiros, poderão ser categorizadas como investidores profissionais ou qualificados, conforme será abordado adiante.

Nos termos do artigo 12, da Resolução CVM nº 30/2021, são considerados investidores qualificados:

“Art. 12. São considerados investidores qualificados:

I – investidores profissionais;

II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo B;

III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e

IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.”⁵⁴

⁵³CLASSIFICAÇÃO dos Investidores e Suitability no Mercado de Valores Mobiliários. **ANBIMA**, 2014. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios.htm>. Acesso em: 05 de set. de 2022.

⁵⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 30/2021**. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente [...].

Já os investidores profissionais, são considerados os dispostos abaixo:

“Art. 11. São considerados investidores profissionais:

I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo A;

V – fundos de investimento;

VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM;

VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e

VIII – investidores não residentes.”⁵⁵

Em resumo, percebe-se que a regulação da CVM tutela os investidores de menor sofisticação por meio da categorização de tipos de investidor, o que indiretamente acaba vedando a aquisição e/ou negociação de produtos onde há menor divulgação ou inteligibilidade de informações. Como tais ativos não são passíveis de aquisição por estes investidores de menor disposição financeira, o legislador busca garantir que o risco de abuso no segmento de varejo seja mitigado⁵⁶.

Além disso, a Resolução CVM nº 30/2021 institui o dever de verificação da adequação do produto de investimento ao perfil de risco do cliente (também conhecido como *suitability*), o que mantém o grau de proteção aos investidores de varejo em casos mais extremos de assimetria informacional, devido às restrições à negociação de determinados tipos de ativos ou compra de produtos financeiros conforme a categorização do investidor quando qualificado, profissional ou de varejo⁵⁷. Embora

⁵⁵BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 30/2021**. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente [...].

⁵⁶Edital de Audiência Pública SDM nº 03/14, da **CVM**, e Instrução nº 554/14, da CVM.

⁵⁷CLASSIFICAÇÃO dos Investidores e Suitability no Mercado de Valores Mobiliários. **ANBIMA**, 2014. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios.htm>. Acesso em: 05 de set. de 2022.

seja plausível a intenção do regulador, na prática, essas imposições, quando somadas, se mostram excessivas, uma vez que restringem o rol de ativos estrangeiros permitidos e aumentam a burocratização no processo de investimento (PERES, 2021).

Vale ponderar, contudo, que isso vem mudando com o passar dos anos, pois os reguladores têm observado essa mudança de paradigma no mercado de capitais brasileiro e que o investidor de varejo já não é mais uma figura que necessita de tanta tutela regulatória, devido a premissas como maior disseminação da educação financeira e maior proliferação de informações na internet, diminuindo a assimetria informacional no mercado de capitais. Percebe-se isso desde quando produtos que eram destinados somente a investidores mais sofisticados, como qualificados e profissionais, passaram a estar disponíveis para o público em geral.

Anteriormente a 1º de setembro de 2020, por exemplo, quando a Resolução CVM nº 3/2020⁵⁸ entrou em vigor, apenas investidores qualificados e colaboradores da empresa patrocinadora ou de empresas do mesmo grupo econômico podiam adquirir BDRs. Entretanto, com as alterações introduzidas pela referida resolução, foi permitida a aquisição de BDR Patrocinado Nível I por quaisquer investidores, desde que observados os critérios descritos no item 3, da alínea “d”, do inciso I, do parágrafo primeiro do artigo 3º da Instrução CVM nº 332/00, sendo um destes critérios que, o mercado de maior volume de negociação dos ativos lastro dos BDRs, nos 12 (doze) meses anteriores, seja um ambiente estrangeiro classificado como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM (PERES, 2021).

Nessa perspectiva, coube à B3, por meio do seu Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários, definir “mercado reconhecido” que, a partir de junho de 2021, são, para fins da regulamentação editada pela CVM, as seguintes bolsas de valores: New York Stock Exchange (NYSE), Nasdaq Stock Market (Nasdaq), Amsterdam Stock Exchange, Toronto Stock

⁵⁸Esta resolução alterou e acrescentou dispositivos à Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000, à Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002, à Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, à Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 e à Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Com isso, foi derrubada a restrição de acesso aos BDRs.

Exchange (TSX), London Stock Exchange (LSE) e Cboe BZX Exchange, Inc. (CBOE BZX) (PERES, 2021). A partir disso, o investimento em BDRs passou também a ser uma alternativa ao investidor de varejo residente no Brasil de obter ativos negociados no exterior e diversificar seu patrimônio financeiro.

Entretanto, frisa-se que essa é uma opção diferente de investir diretamente em ativos estrangeiros, tendo em vista que o BDR é um valor mobiliário emitido e negociado no Brasil, em reais. De tal forma que essa alternativa não permite, por exemplo, proteção contra as oscilações da moeda local, diferentemente do que ocorre em relação ao investimento direto no exterior, por meio de instituições intermediárias estrangeiras.

1.3.2 Alternativas Previstas no Mercado de Capitais

Atualmente, o mercado de capitais brasileiro comporta as seguintes possibilidades de investimentos no exterior: fundos de investimento, BDRs, ETFs e telas de acesso à negociação em bolsas de valores mobiliários estrangeiras. Dentre os benefícios de investir no exterior, como nos Estados Unidos, por exemplo, estão preferencialmente os seguintes fatores: (i) mais opções de produtos de investimentos, uma vez que no exterior há mais plataformas de investimento abertas, o que permite o investidor a ter acesso a todo tipo de produto e inclusive de outros países (enquanto na B3 tem-se menos de 500 companhias listadas, a NYSE, tem mais de 2,4 mil opções de ações, e a Nasdaq, mais de 3,6 mil companhias listadas); e, (ii) proteção cambial, visto que o dinheiro a ser investido é o dólar, protegendo o investidor das variações da moeda local⁵⁹. Feita estas considerações, passa-se a analisar o que são os tipos de investimentos elencados anteriormente.

Fundos de investimento: são definidos como uma comunhão de recursos, constituídos sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza, nos termos da Lei nº 10.406/02 (Código Civil), conforme alterações introduzidas pela Lei nº 13.874/19 (Lei

⁵⁹COMO investir no exterior? Possibilidades para diversificar a carteira. **Estadão**, 2022. Disponível em: <<https://einvestidor.estadao.com.br/investimentos/como-investir-no-externo-3>>. Acesso em: 05 de set. de 2022.

da Liberdade Econômica) (PERES, 2021). Compete à CVM, nos termos da Lei 6.385/76⁶⁰, disciplinar a sua constituição e funcionamento.

Os fundos de investimentos são disciplinados de forma geral pela Instrução da CVM nº 555/14⁶¹, que se aplica a todo e qualquer fundo de investimento registrado na CVM, observadas as disposições de normas específicas. De tal forma que, a Instrução supra disciplina o funcionamento dos fundos de investimento classificados como fundos de renda fixa, de ações, cambiais, multimercados e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento.

Destaca-se, ainda, que o investimento via fundo difere também do investimento direto em ativos estrangeiros, uma vez que, no primeiro caso, existe um fundo constituído no Brasil cujas cotas são adquiridas pelo investidor residente no Brasil, enquanto, no segundo, não existe aquisição de valores mobiliários em território nacional, já que os valores mobiliários são adquiridos justamente no exterior, em conformidade com as regras locais da jurisdição a que estão sujeitos. Isto torna o investimento em fundos como um investimento local, que permite certa exposição dos ativos dos cotistas a determinadas modalidades de ativos estrangeiros, limitada aos parâmetros de concentração da carteira de cada modalidade de fundo, conforme legislação aplicável (PERES, 2021).

BDRs: por meio desses certificados de depósito representativos de valores mobiliários no exterior, os investidores no Brasil, adquirem um valor mobiliário estrangeiro emitido no Brasil. Assim, o investidor brasileiro tem a possibilidade de investir, por exemplo, em companhias americanas que negociam suas ações nas bolsas nas bolsas estadunidenses, como a Nasdaq e a NYSE.

Os programas de BDR são classificados de acordo com suas características de divulgação de informações, distribuição e negociação, e a existência ou não de patrocínio das empresas emissoras dos valores mobiliários que lastreiam o programa⁶².

⁶⁰BRASIL. **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, DF: Presidência da República.

⁶¹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 555/2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

⁶²De acordo com o disposto no artigo 1º, V, da Instrução CVM nº 332/00.

Por sua vez, os programas patrocinados caracterizam-se por serem instituídos por uma única instituição depositária, ou seja, a instituição que emite o BDR no Brasil, com base nos valores mobiliários custodiados no exterior, a qual é contratada pela companhia emissora dos valores mobiliários objeto do depósito e podem ser classificados como Nível I, II e III. Já os BDRs não patrocinados são aqueles instituídos por uma ou mais instituições depositárias, sem acordo com a companhia emissora dos ativos lastros, e admitem negociação apenas nos moldes do BDR Patrocinado Nível I⁶³.

O BDR Nível II caracteriza-se por: a) admissão à negociação em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado; b) registro de companhia, na CVM; e, c) possibilidade de distribuição por oferta pública com esforços restritos, nos termos da regulamentação específica. E o BDR Nível III, caracteriza-se por: a) possibilidade de distribuição por oferta pública registrada na CVM ou por oferta pública com esforços restritos, nos termos da regulamentação específica; b) admissão à negociação em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado; e, c) registro de companhia, na CVM⁶⁴.

Frisa-se que os BDRs, assim como os fundos de investimento, são uma modalidade de investimento em valor mobiliário emitido e negociado no Brasil, uma vez que os fundos são constituídos aqui e a compra das cotas são realizadas também na moeda local.

ETFs: esse é o nome dado aos chamados fundos de índices, os quais são assim conceituados porque procuram replicar fielmente a carteira de um índice acionário, acompanhando o seu desempenho⁶⁵. As cotas dos ETFs são negociadas na B3 do mesmo jeito que uma ação individual, a diferença é que cada uma dessas cotas representa uma carteira com dezenas de papéis incluídos. Na B3 é possível investir em fundos de índices que replicam o S&P 500, principal referência do mercado

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 332/00**. Dispõe sobre a emissão e negociação de certificados de depósito de valores mobiliários – BDRs com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior (...).

⁶³ *Ibidem*.

⁶⁴ *Ibidem*.

⁶⁵ FUNDOS de Índice – ETFs. **CVM**, Portal do Investidor. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/ETFs.html>. Acesso em: 05 de set. de 2022.

acionário estadunidense ou outros índices regionais como o XINA11, das 600 maiores empresas da China, ou o europeu MSCIEurozone, por exemplo⁶⁶.

Telas de acesso à negociação em bolsas estrangeiras: essa é uma outra possibilidade de investimento no exterior que se dá por meio de instituições integrantes do sistema de distribuição brasileiro. Nesse modelo, a bolsa estrangeira que deseja instalar no Brasil, em instituições integrantes do sistema de distribuição, telas de acesso aos seus sistemas de negociação, deve obter prévia autorização da CVM, que será concedida, desde que a bolsa estrangeira atenda a determinados requisitos, como estar devidamente autorizado a operar em seu país de origem e os requisitos exigidos para autorização e funcionamento de bolsas no país de origem do pretendente sejam equivalentes aos aplicáveis às bolsas brasileiras, conforme antiga Instrução CVM nº 461/07. Assim, investidores qualificados e profissionais no Brasil podiam negociar ativos nas bolsas estrangeiras autorizadas a disponibilizar suas telas no Brasil, a partir das suas contas abertas junto a intermediários locais (PERES, 2021).

Cabe uma comparação entre este modelo e o analisado por esta pesquisa, uma vez que neste caso cabe à bolsa estrangeira a legitimidade para requerer autorização, na medida em que esta é a interessada em disponibilizar telas de acesso aos seus ambientes de negociação no Brasil. Ou seja, o serviço de intermediação nesse caso, é prestado no Brasil, consoante as regras locais, diferentemente do modelo sob análise, em que não há disponibilização das telas e sistemas no Brasil, tendo em vista que o intermediário responsável pela disponibilização das telas e sistemas disponibiliza seus serviços exclusivamente a partir de seu país de origem, sem presença no Brasil (PERES, 2021).

Outro ponto é que, até junho de 2022, esse acesso era permitido somente a investidores qualificados e profissionais, algo que também mudou com a alteração disposta pela Resolução CVM nº 135/22 e que revogou a antiga Instrução CVM nº 461/07, permitindo o acesso ao público de varejo⁶⁷. Dentre os requisitos para acessar

⁶⁶COMO investir em ETFs: Um guia sobre fundos de índices e como funcionam. **Infomoney**, Guias. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/guias/etf-exchange-traded-fund/>>. Acesso em: 05 de set. de 2022.

⁶⁷BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 135/22**. Dispõe sobre o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários; a constituição, organização, funcionamento e extinção das entidades administradoras de mercado organizado; a prestação dos

as telas internacionais, terá de ser observado o *suitability* do cliente e a instituição intermediária deverá realizar os monitoramentos de prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo, assim como funciona para qualquer outro produto (PERES, 2021). Ademais, faz-se importante informar que até 2021, não havia nenhuma bolsa estrangeira relevante aderente a este modelo. Entretanto, tendo em vista que é muito recente a entrada em vigor da norma e a possibilidade de o investidor de varejo também negociar ativos por meio desse modelo de negócio, ainda não se pode analisar os impactos concretos da alteração normativa.

Assim, percebe-se, inclusive, com a alteração da resolução supra, que a regulação do mercado financeiro tem procurado cada vez mais se adequar às novas demandas dos investidores, garantindo inclusive, mais autonomia ao investidor de varejo, tendo em vista que este já não é mais uma figura econômica tão vulnerável no mercado de capitais que necessita de tanta proteção regulatória.

1.3.3 A diferença de oferta pública de valores mobiliários e oferta de serviços de intermediação

De início, faz-se importante ressaltar que, para compreender esse novo modelo de oferta de serviços de valores mobiliários por intermediário estrangeiro, é importante entender o que significa a oferta pública de valores mobiliários e suas especificidades⁶⁸.

Para que uma oferta de distribuição de valores mobiliários emitidos no exterior seja caracterizada como pública no Brasil é necessário que seja utilizado um dos

serviços referidos no § 4º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e no art. 28 da Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013; e revoga a Instrução CVM nº 168, 23 de dezembro de 1991, a Instrução CVM nº 283, de 10 de julho de 1998, a Instrução CVM nº 312, de 13 de agosto de 1999, a Instrução CVM nº 330, de 17 de março de 2000, a Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, a Instrução CVM nº 467, de 10 de abril de 2008, a Instrução CVM nº 468, de 18 de abril de 2008, a Instrução CVM nº 499, de 13 de julho de 2011, a Instrução CVM nº 508, de 19 de outubro de 2011, a Instrução CVM nº 544, de 20 de dezembro de 2013, e a Nota Explicativa CVM nº 24, de 27 de novembro de 1981.

⁶⁸Vale também retomar o que são valores mobiliários, quais sejam, todos os ativos expressamente listados no artigo 2º, I a IX, da Lei nº 6.385/76, entre eles, ações, debêntures, bônus de subscrição, certificados de depósito de valores mobiliários, cotas de fundos de investimento, assim como quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

meios de comunicação previstos no artigo 19, parágrafo 3º da Lei nº 6.385/76, conforme detalhamento contido no artigo 3º da antiga Instrução CVM nº 400/03 (que falava sobre ofertas públicas e foi revogada neste ano, pela Resolução CVM nº 160/22, publicada em 13 de julho de 2022) e a oferta (ou o ofertante) não se enquadre em qualquer das exceções existentes na regulamentação da CVM, nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 33/2005⁶⁹.

Além disso, nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado de capitais brasileiro sem o devido registro prévio na CVM, nos termos do artigo 19 da Lei nº 6.385/76⁷⁰.

A atual Resolução CVM nº 160/22, que regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário ou secundário e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados, elenca os seguintes elementos caracterizadores da distribuição pública: (i) a utilização de material publicitário dirigido ao público investidor em geral; (ii) a procura, no todo ou em parte, de investidores indeterminados para os valores mobiliários, por meio de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições participantes do consórcio de distribuição; (iii) a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a potenciais subscritores ou adquirentes indeterminados, ressalvada hipóteses previstas na norma; (iv) a negociação feita em loja, escritório, estabelecimento aberto ao público, página na rede mundial de computadores, rede social ou aplicativo, destinada, no todo ou em parte,

⁶⁹“para que uma oferta de distribuição de valores mobiliários emitidos no exterior se caracterize como pública no Brasil é necessário que seja utilizado um dos meios de comunicação previstos no art. 19, §3º da Lei n.º 6.385/76, conforme detalhamento contido no art. 3º da Instrução 400/03, e a oferta (ou o ofertante) não se enquadre em qualquer das exceções existentes na regulamentação da CVM. É importante notar que não basta a utilização do meio de comunicação elencado no dispositivo citado, mas que esse meio de comunicação seja utilizado com o propósito de atingir o público em geral residente no Brasil. A definição de público em geral aqui utilizada é a mesma do art. 3º, §1º da Instrução 400/03 (isto é, uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora). Também pode caracterizar a oferta como pública, mesmo quando inexistente intenção de atingir o público em geral residente no Brasil, a utilização de quaisquer meios de comunicação, desde que eles permitam atingir esse público e as cautelas devidas para que isso não ocorra deixem de ser tomadas.”

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 33, DE 30 DE SETEMBRO DE 2005**. p. 3.

⁷⁰BRASIL. **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, DF: Presidência da República.

a subscritores ou adquirentes indeterminados; e, (v) a prática de quaisquer atos descritos nos itens II a IV, ainda que os destinatários da comunicação sejam individualmente identificados, quando resultante de comunicação padronizada e massificada⁷¹.

Em resumo, percebe-se que há dois elementos essenciais para a configuração da oferta de valores mobiliários, quais sejam, a existência de esforços de venda dirigida à generalidade ou massificação de indivíduos, e o objetivo de obter aceitação da proposta para subscrição do valor mobiliário ofertado. Ou seja, a adoção de um meio destinado ao alcance de um determinado fim (PERES, 2021).

Importante destacar, ainda, que, no âmbito de ofertas públicas de valores mobiliários, a CVM considera como material publicitário institucional todos e quaisquer anúncios, propagandas, campanhas publicitárias e outros materiais da marca da emissora e não de seus produtos.

Em contraponto, o modelo de oferta de serviços de intermediação prestados no exterior, por instituição financeira brasileira, apesar de implicar a adoção de meios públicos de comunicação dirigidos ao público em geral, ele não pode ser considerado como oferta de valores mobiliários, justamente pelo critério de finalidade estabelecido por lei, visto que, o objetivo não é obter a aceitação da proposta de subscrição ou aquisição de um valor mobiliário ofertado, pois no modelo de oferta de serviços, a finalidade é a mera abertura de conta na plataforma da instituição estrangeira, ou seja, a conversão dos clientes da instituição brasileira em clientes do intermediário estrangeiro, sem implicar qualquer oferta de valores mobiliários ou mesmo disposição ou compromisso de disposição de recursos (PERES, 2021).

Portanto, neste modelo, não há e nem deve haver a menção a valores mobiliários específicos, conforme será detalhado no capítulo 2 deste trabalho, e sim apenas publicidade de caráter educativo ou institucional do ofertante, assim entendida como produção e veiculação de conteúdos publicitários voltados exclusivamente à marca do ofertante ou eventualmente, a determinados serviços sob sua responsabilidade (PERES, 2021). Com isso, passa-se, então, à análise de casos

⁷¹Disposto no artigo 3º da resolução.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 160/22**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados (...).

importantes para melhor compreender o que motivou a decisão do Colegiado da CVM em 2021.

2 OS CASOS AVENUE E STAKE

Conforme mencionado no início desta pesquisa, os casos Avenue e Stake⁷² mostram-se relevantes para melhor compreender como pode ocorrer a intermediação de investimentos estrangeiros aos investidores residentes nacionais, pois eles deram origem ao entendimento da CVM, conforme será tratado a seguir.

Os casos das empresas estrangeiras Avenue e Stake, de 2018 e 2019, originaram-se com a emissão dos Atos Declaratórios nº 16.761/2018 e nº 17.041/2019 da CVM⁷³. Nestes, a autarquia declarou *stop order* às empresas para a oferta de serviços de intermediação de valores mobiliários a residentes brasileiros, uma vez que ambas as empresas não estavam registradas como participantes do sistema de distribuição nacional.

O Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários da Comissão de Valores Mobiliários (Superintendente), por meio do Ato Declaratório CVM nº 16.761, de 17 de dezembro de 2018, tornou público a existência de indícios de que a empresa Avenue e seu sócio Roberto Llopis Lee, por meio da página "www.avenue.us" e de redes sociais na internet, vinham oferecendo a residentes brasileiros serviços de intermediação de valores mobiliários. Ademais, declarou ao público em geral e ao mercado de capitais que a Avenue e seu sócio não estavam

⁷²Ambos os casos foram tratados no decorrer do âmbito dos **Memorandos nº 94/2019-CVM/SMI/GME e nº 112/2020-CVM/SMI/GME**.

Disponíveis em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20191022/1583-19.pdf> e https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2021/20210223/1583_19.pdf. Acesso em 27 de set. de 2022.

⁷³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Atos Declaratórios nº 16.761/2018 e nº 17.041/2019**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 17 dez. 2018 e 29 mar. 2019. Disponíveis em: <https://sistemas.cvm.gov.br/dados/AtosDeclaratorios/B4EC26B34E6648CEA04CF72DDC29A8F7.pdf> e <https://sistemas.cvm.gov.br/dados/AtosDeclaratorios/769F5C6A669D4BFF89DC45B055AD49D4.pdf>. Acesso em: 14 de set. de 2022.

autorizados pela autarquia a captar clientes residentes no Brasil, por não integrarem o sistema de distribuição, conforme previsto no artigo 15 da Lei nº 6.385/1976.

No caso da Stake, foi por meio do Ato Declaratório CVM nº 17.041, de 29 de março 2019, que o Superintendente também tornou público que a empresa, por meio da página "<https://global.hellostake.com/br>" e de redes sociais na internet, vinha oferecendo ilegalmente no Brasil serviços de intermediação de valores mobiliários, assim como a Avenue, em 2018.

Em ambos os Atos Declaratórios, o Superintendente mencionou que a CVM já havia orientado o mercado, por meio dos Pareceres de Orientação nº 32 e nº 33⁷⁴, de 30 de setembro de 2005, sobre o uso da internet em ofertas de valores mobiliários e sobre a necessidade de registro perante a CVM dos agentes autorizados em outras jurisdições que pretendam oferecer serviços de intermediação de operações com valores mobiliários para investidores residentes no Brasil.

Diante do exposto, passa-se à análise dos casos das instituições estrangeiras, para que, por fim, seja possível compreender as suas contribuições à regulamentação brasileira acerca do mercado de capitais, especificamente sobre a oferta de serviços de valores mobiliários por entidade estrangeira a investidores residentes no Brasil.

2.1 O Caso Avenue

O caso Avenue (processo SEI 19957.010715/2018-37)⁷⁵ foi iniciado de ofício a partir da verificação da veiculação de notícias sobre a fundação da empresa e descrições do seu modelo de negócios⁷⁶. Durante a investigação foram obtidas

⁷⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Pareceres de Orientação nº 32 e 33 de 2005**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 30 set. 2005. Disponíveis em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pareceres-orientacao/anexos/pare032.pdf>> e <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare033.html>>. Acesso em 28 de set. 2022.

⁷⁵BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ato Declaratório nº 16.761/2018**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 17 dez. 2018. Disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/dados/AtosDeclaratorios/B4EC26B34E6648CEA04CF72DDC29A8F7.pdf>.

⁷⁶O caso é tratado no decorrer do âmbito dos Memorandos nº 94/2019-CVM/SMI/GME e nº 112/2020-CVM/SMI/GME.

diversas outras evidências sobre a atuação da Avenue, valendo destacar o seu site, no qual constava oferta de serviços de intermediação de valores mobiliários nos Estados Unidos tendo como público-alvo os investidores residentes no Brasil, conforme disposto pela CVM.

O Ato Declaratório CVM nº 16.761, de 17 de dezembro de 2018, determinou a imediata cessação da oferta pública de serviço de intermediação de valores mobiliários e calçou-se nos Pareceres de Orientação nº 32 e nº 33, de 30 de setembro de 2005⁷⁷, os quais tratam do uso da internet em ofertas de valores mobiliários, assim como sobre a obrigatoriedade de registro perante a CVM dos agentes autorizados em outras jurisdições que pretendam oferecer serviços de intermediação de operações com valores mobiliários para investidores residentes no Brasil.

O Parecer de Orientação nº 32/2005 deixa claro que o uso da internet traz a presunção de publicidade da oferta de valores mobiliários. Já o Parecer de Orientação nº 33/2005 acrescenta que, nos termos da Lei 6.385 e da antiga Instrução CVM nº 400/03, toda oferta pública de valores mobiliários no Brasil deve obter registro na CVM, exceto se se enquadrar nas hipóteses de dispensa de registro expressamente previstas. E, no que se refere à prestação dos serviços de intermediação, o Parecer nº 33/2005 prossegue com o esclarecimento de que a autorização outorgada por órgão regulador estrangeiro não é suficiente para a atuação no mercado de valores mobiliários brasileiro:

“A autorização para a prestação de serviços de intermediação de operações com valores mobiliários, outorgada por órgão regulador estrangeiro ou

Disponíveis em:
<<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2019/20191022/1583-19.pdf>> e
<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2021/20210223/1583_19.pdf>.
Acesso em 27 de set. de 2022.

⁷⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Atos Declaratórios nº 16.761/2018 e nº 17.041/2019**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 17 dez. 2018 e 29 mar. 2019. Disponíveis em:
<<https://sistemas.cvm.gov.br/dados/AtosDeclaratorios/B4EC26B34E6648CEA04CF72DDC29A8F7.pdf>> e
<<https://sistemas.cvm.gov.br/dados/AtosDeclaratorios/769F5C6A669D4BFF89DC45B055AD49D4.pdf>>.
Acesso em: 14 de set. de 2022.

⁷⁷BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Pareceres de Orientação nº 32 e 33 de 2005**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 30 set. 2005. Disponíveis em:
<<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pareceres-orientacao/anexos/pare032.pdf>> e
<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare033.html>>. Acesso em 28 de set. 2022.

decorrente de legislação aplicável em outra jurisdição, não assegura o direito de intermediar a negociação de valores mobiliários no mercado brasileiro.”⁷⁸

Por fim, o Parecer nº 33/2005, ao tratar especificamente do caso de oferta de valores mobiliários emitidos no exterior a residentes no Brasil, menciona duas possibilidades de atuação regular, quais sejam, (i) a obtenção de registro com distribuidor no Brasil e (ii) a contratação de distribuidor devidamente registrado.

Ademais, ressalta-se que o caso aqui tratado é de oferta pública do serviço de intermediação de valores mobiliários, não de oferta pública de valores mobiliários. A Avenue divulgava a possibilidade de abertura de conta para negociação de valores mobiliários diversos nos Estados Unidos, sem que houvesse, no entanto, menção a qualquer ativo específico.

Acerca das considerações da Avenue sobre o ocorrido, esta informou à CVM que tomou uma série de providências, tais como a revisão de suas comunicações na rede mundial de computadores, como o intuito de corrigir os fatos que geraram o Ato Declaratório nº 16.761/2018, bem como a adoção de ajustes adicionais em seu site, de modo a afastar possíveis conflitos com a legislação nacional.

Em contrapartida, em 25 de março de 2019, a CVM publicou o Ofício de Alerta nº 23/2019, em que a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI) decidiu, por ora, pelo arquivamento do feito na forma prevista na Deliberação CVM nº 542, de 9 de julho de 2008. A CVM alertou o intermediário estrangeiro para que se atentasse ao disposto na Lei nº 6.385/76 e no Parecer de Orientação CVM nº 33/2005, quanto à atuação no mercado brasileiro de intermediários autorizados em outras jurisdições. O referido Ofício de Alerta lembra a possibilidade prevista no Parecer de Orientação nº 33 acerca da possibilidade da regular atuação no Brasil de intermediário estrangeiro, desde que ocorra a contratação de entidade devidamente autorizada no país.

Finalmente, em 29 de agosto de 2019, a Avenue enviou à CVM documentação que versava sobre sua intenção de contratar uma instituição do sistema de

⁷⁸BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação nº 33 de 2005**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 30 de set. de 2005. p. 2. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare033.html>>. Acesso em 28 de set. 2022.

intermediação de valores mobiliários nacional para introdução de clientes, como forma de regularizar a sua atuação no Brasil, de acordo com o Parecer de Orientação nº 33. Nessa documentação, o intermediário estrangeiro elenca uma série de diretrizes que seriam tomadas para a implementação desse negócio, contidas em uma minuta de Contrato de Prestação de Serviços de Condução de Intermediação no Brasil e Outras Avenças, a ser celebrado com um integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários nacional.

Os principais pontos mencionados foram: (i) o intermediário estrangeiro deve ser instituição devidamente registrada para a prestação de serviços de intermediação de operações com valores mobiliários no seu país de origem e prestar esses serviços exclusivamente nas jurisdições em que for devidamente autorizada para tal; (ii) o órgão regulador/fiscalizador do intermediário estrangeiro no seu país de origem deve ter celebrado acordo de cooperação mútua com a CVM e deve ser signatário do memorando multilateral de entendimento da IOSCO; (iii) o intermediário estrangeiro deve ser obrigado a apresentar ao intermediário local e à CVM, nos prazos estabelecidos, informações cadastrais e de *suitability* dos investidores, devidamente atualizadas, capazes de suprir as exigências presentes na regulamentação da CVM; (iv) o dever do intermediário estrangeiro em informar ao intermediário local as posições dos investidores para acompanhamento; (v) estabelecer cláusula contratual que estabeleça a sujeição do contrato entre o intermediário estrangeiro e o intermediário local às leis brasileiras, admitindo-se a existência de compromisso arbitral em que se estipule que a arbitragem deve se desenvolver no Brasil; (vi) incluir cláusula que imponha rescisão em caso de descumprimento da obrigação de fornecimento de informações cadastrais de investidores, por requisição do intermediário local ou da CVM; (vii) todos os pagamentos realizados entre o intermediário estrangeiro e o nacional devem ser realizados diretamente entre as partes, sendo proibida a intermediação de terceiro, exceto pelas instituições financeiras contratadas para remessa de câmbio e compensação de ordens de pagamento; (viii) impor cláusula que impeça a terceirização, por parte do intermediário estrangeiro, dos serviços de atendimento aos investidores no exterior, exceto se para entidade que atenda os mesmos requisitos exigidos do intermediário estrangeiro; (ix) incluir cláusula que obrigue o intermediário estrangeiro de encaminhar ao intermediário local informações dos investidores prospectados a fim de se verificar a

adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; e (x) inclusão de diversos *disclaimers* nos materiais publicitários para prospecção de clientes, de modo a alertá-los para os riscos de mercado, operacionais e de liquidez, inerentes ao investimento de valores mobiliários.

Por fim, passa-se a análise do caso da Stake.

2.2 O Caso Stake

Quanto ao caso da Stake (processo SEI 19957.000495/2019-14)⁷⁹, este teve origem e desdobramentos semelhantes ao da Avenue, sendo instaurado de ofício a partir de menções encontradas em artigos jornalísticos⁸⁰. Neste, também se verificou que constava no site da Stake oferta de investimentos nos Estados Unidos especificamente direcionada a investidor residente no Brasil. Dessa forma, o Ato Declaratório CVM nº 17.041, de 29 de março 2019 declarou à Stake *stop order* da oferta pública de serviço de intermediação de valores mobiliários, baseando-se também nos Pareceres de Orientação nº 32 e nº 33, de 30 de setembro de 2005.

Vale ressaltar, ainda, que, assim como no caso da Avenue, a oferta era de serviços de intermediação de valores mobiliários, e não de oferta pública de valores mobiliários.

Já sobre as considerações da Stake, esta informou à CVM que sua missão era oferecer uma plataforma eletrônica *online* que objetivava a desburocratização e facilitação ao acesso de ativos no exterior (notadamente aqueles oferecidos nos Estados Unidos), permitindo o acompanhamento em tempo real, a aquisição e a

⁷⁹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ato Declaratório nº 17.041/2019**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, e 29 mar. 2019. Disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/dados/AtosDeclaratorios/769F5C6A669D4BFF89DC45B055AD49D4.pdf>. Acesso em: 14 set. 2022.

⁸⁰O caso é tratado no decorrer do âmbito dos Memorandos nº 94/2019-CVM/SMI/GME e nº 112/2020-CVM/SMI/GME.

Disponíveis em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2019/20191022/1583-19.pdf> e https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2021/20210223/1583_19.pdf. Acesso em 27 de set. de 2022.

venda de tais ativos, sem a realização de qualquer tipo de aconselhamento. A forma de remuneração da Stake adviria da cessão ao direito de uso desta plataforma eletrônica, por meio de uma remuneração fixa mensal — conhecida como *subscription fee*.

Importante destacar a diferença entre o modelo da Stake e o da Avenue. Enquanto a Avenue era registrada como corretora de valores mobiliários nos Estados Unidos, a Stake não era detentora desta autorização. De tal forma que, apenas oferecia uma plataforma que previa a conexão do investidor à corretora DriveWealth (diferentemente, esta era uma corretora devidamente autorizada para operar no mercado estadunidense). A plataforma de investimentos mencionada pertencia à Stake, sociedade constituída pelas leis da Austrália.

Em março de 2019 a Gerência de Estrutura de Mercado e Sistemas Eletrônicos (GME) concluiu que a Stake utilizava a sua página na internet, meio de comunicação acessível ao público em geral, para fazer oferta, na língua portuguesa, de serviços de intermediação de valores mobiliários e, por conseguinte, sugeriu a publicação de Ato Declaratório alertando o mercado sobre a irregularidade da oferta. A SMI concordou com o parecer da GME e enviou a proposta à Procuradoria Federal Especializada (PFE) para se avaliar a conveniência de publicação do Ato Declaratório. Em resposta, a PFE opinou pela emissão de *stop order* para impedir a atuação da Stake como distribuidora de valores mobiliários no mercado brasileiro e pela comunicação dos fatos ao Ministério Público Federal. De modo que, em 3 de abril de 2019, o referido Ato Declaratório foi publicado no Diário Oficial da União (DOU).

Em resposta, em maio de 2019, o representante da Stake protocolou na CVM uma “Defesa Administrativa e um Pedido de Autorização para Funcionamento no Brasil”. Adicionalmente, em junho de 2019, a Stake endereçou correspondência ao Presidente da CVM com o memorando de entendimento sobre uma parceria com a Ativa Investimentos S.A. Corretora de Títulos, Câmbio e Valores (Ativa). E, por fim, em julho de 2019, em resposta ao Ofício nº 278/2019 da CVM/SMI/GME, a Stake se comprometeu a implementar uma série de medidas, em seu memorando de entendimentos com a Ativa.

As principais medidas propostas para a parceria entre a Stake e a Ativa foram:
(i) a Stake não oferecerá valores mobiliários específicos aos seus usuários, mas uma

ferramenta de acesso ao mercado acionário americano; (ii) a Stake não disponibilizará qualquer tipo de orientação ou recomendação quanto às operações praticadas no mercado de valores mobiliários; (iii) a Stake estará exclusivamente focada na compra e venda de ações, ofertadas publicamente no mercado americano, por meio de instituições legalmente habilitadas a negociar naquele país; (iv) o cadastro dos clientes da Stake observará as regras do Banco Central do Brasil e da CVM; (v) caso a CVM entenda como necessário, a Stake e a Ativa poderão fazer a análise prévia do perfil dos novos investidores e da adequação dos produtos a eles oferecidos, de acordo com a legislação nacional; (vi) o investidor receberá um e-mail, cada vez que uma operação for realizada em seu nome; (vii) a plataforma ficará disponível 24 horas por dia, 7 dias na semana; (viii). a custódia dos ativos será feita pela Electronic Transaction Clearing Inc. – ETC – companhia devidamente registrada nos EUA, especialmente perante a SAEC e a FINRA; (ix) a DriveWealth, corretora americana que executará as ordens provenientes da plataforma eletrônica da Stake, nos termos da legislação americana, fará testes, emitirá relatórios e adotará diversos controles internos, com o objetivo de garantir a efetividade das ordens; (x) adicionalmente, a Stake também possuirá mecanismos para assegurar que todas as operações sejam informadas corretamente à DriveWealth; (xi) a Stake fará os controles usuais na supervisão das operações e dos clientes em relação à prevenção à lavagem de dinheiro; (xii) as informações serão protegidas por ambiente seguro, em acordo com a legislação americana, australiana e brasileira; e, (xiii) o plano e teste de contingência será feito pela DriveWealth, seguindo os termos da legislação americana. Por fim, a Stake informou que já possui aprovação regulatória na Nova Zelândia e na Inglaterra.

Feita a exposição dos casos, passa-se então às considerações da área técnica da CVM no decorrer deles, assim como as decisões do Colegiado da autarquia.

2.3 As Considerações da Área Técnica e do Colegiado da CVM

Com base no exposto, a área técnica da CVM se manifestou por meio do Memorando nº 94/2019-CVM/SMI/GME às consultas das empresas Avenue e Stake sobre possibilidade da oferta de serviços de intermediação de valores mobiliários por

intermediário estrangeiro por meio de parceria com intermediário nacional. Nesse sentido, ponderou que, considerando que os avanços tecnológicos, a capacidade de processamento de dados e a velocidade e formas de utilização da rede mundial de computadores sofreram alterações significativas desde a edição dos Pareceres nº 32 e nº 33 de 2005, o acesso ao investimento no exterior tornou-se muito mais simples atualmente⁸¹.

Além disso, ressaltou não existir restrição legal para esse tipo de investimento e que é possível - e relativamente simples - abrir contas diretamente em corretoras sediadas no exterior, já que são diversas as instituições que aceitam a abertura de conta *online*. No entanto, informou também que as normas vigentes não permitem que intermediários estrangeiros ofereçam publicamente os serviços para o público de investidores residentes no Brasil. Com base em interpretação fundada nos Pareceres, dispôs que a mera utilização da internet para divulgar os serviços oferecidos, em especial na língua portuguesa, já contribui bastante para a configuração da publicidade da oferta, sendo necessário que o intermediário estrangeiro tome determinados cuidados para desconfigurar essa publicidade. Ademais, nesse ponto, a área técnica chancelou a previsão no Parecer de Orientação nº 33/2005, no sentido de que os agentes estrangeiros que queiram ofertar valores mobiliários do seu país de origem a residentes no Brasil devem estar registrados perante a CVM como integrante do sistema de distribuição brasileiro, ou são obrigados a contratar uma instituição assim classificada para conduzir a intermediação no Brasil.

Nesse contexto, informou ainda que a possibilidade de celebração de contrato para que o intermediário devidamente autorizado a operar no Brasil apresente clientes ao intermediário autorizado a atuar em mercado estrangeiro, na forma do Parecer nº 33/2005, parece ser um arranjo que traria benefícios aos investidores residentes no Brasil.

Em primeiro lugar, pois o intermediário brasileiro, à luz do seu dever de diligência previsto no artigo 30 da antiga Instrução CVM nº 505/11 (revogada pela

⁸¹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Memorando nº 94/2019-CVM/SMI/GME**. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2019/20191022/1583-19.pdf>>. Acesso em 27 de set. de 2022.

Resolução CVM nº 35/21⁸²), ficaria incumbido de verificar a regularidade da atuação do intermediário estrangeiro, trabalho que nem sempre os investidores são capazes de fazer por conta própria. Além disso, ele teria também a obrigação de oferecer aos investidores toda a informação necessária para a correta avaliação dos riscos existentes, tais como o fato de que os investimentos feitos no exterior por meio do intermediário estrangeiro não estariam protegidos pela legislação brasileira e que eventual disputa precisaria ser resolvida no exterior, perante as autoridades daquele país. Adicionalmente, a introdução do investidor dependeria da verificação da adequação do investimento no exterior ao perfil de risco do investidor.

Assim, a visão da área técnica da CVM foi de que não há nas normas vigentes óbice a que se firmem contratos de "condução de intermediação" e que não se verifica nos modelos propostos a configuração de oferta de valores mobiliários, mas tão somente do serviço de intermediação de valores mobiliários.

Entretanto, considerando o contexto em que surgiram as propostas, ou seja, após a edição de *stop orders* pela CVM, assim como tendo em vista o ineditismo da forma de atuar pretendida, a área técnica julgou razoável que existisse um pronunciamento do Colegiado da CVM sobre o assunto. Quanto ao conteúdo dos contratos, mencionou que não caberia à CVM determinar de forma peremptória os termos em que os contratos deveriam ser firmados. Nestes termos, foi proposto confirmar com o Colegiado o entendimento da área técnica da CVM com relação à desnecessidade de aprovação dos contratos mencionados, reforçando-se, no entanto, que os intermediários que venham a firmar parcerias do tipo devem atuar de forma diligente para garantir o cumprimento de suas obrigações regulatórias. Por fim, foi submetido o assunto ao Colegiado da CVM.

O retorno do Colegiado da CVM se deu por meio da Ata da Reunião do Colegiado nº 40/2019⁸³, em que o Diretor Carlos Rebello entendeu ser necessário o aprofundamento das discussões previamente à deliberação pelo Colegiado.

⁸²BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 35/21**. Estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários (...).

⁸³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. **Ata da Reunião do Colegiado nº 4/2019**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 22 out..2019. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2019/20191022_R1.html

Nesse sentido, recomendou à área técnica que avaliasse a conveniência de se adotarem cautelas adicionais, como: (i) analisar a legalidade da atuação do intermediário estrangeiro no mercado brasileiro; (ii) examinar as estruturas de governança e os cuidados adotados por conglomerados financeiros que já oferecem a investidores brasileiros a possibilidade de investir em mercados estrangeiros; (iii) considerar, a título de exemplo, o tratamento conferido ao tema por entes reguladores de outras jurisdições; (iv) revisitar as disposições da antiga Instrução CVM nº 461/07 que tratam da disponibilização, por meio de intermediário brasileiro, de telas de negociação em bolsas estrangeiras, notadamente em virtude da restrição de tal acesso a investidores qualificados – ao passo que, a princípio, a proposta ora em análise abarcaria o público investidor em geral; (v) ponderar se a adesão ao memorando multilateral da IOSCO seria o critério mais adequado para delimitar as jurisdições dos intermediários contratantes; e (vi) submeter o tema à manifestação de participantes do mercado, por meio de audiência pública.

Ao passo em que o Colegiado, por maioria, decidiu retornar o assunto à área técnica para a realização das diligências adicionais apontadas.

Em 29 de outubro de 2020, por meio do Memorando nº 112/2020-CVM/SMI/GME, a área técnica da CVM se manifestou mais uma vez sobre o tema, devido a uma segunda consulta sobre oferta de serviços de intermediação de valores mobiliários por instituição estrangeira, por meio de parceria com intermediário nacional – processos SEI 19957.010715/2018-37 e 19957.000495/2019-14⁸⁴.

Neste memorando, após realizadas todas as diligências solicitadas pelo Colegiado da CVM, ficaram fixados os seguintes critérios mínimos que devem ser observados para que haja a parceria nos moldes do Parecer de Orientação nº 33/2005⁸⁵, como: (i) verificação da regularidade do contratante estrangeiro pelo parceiro nacional, assegurando-se que se trata de instituição devidamente autorizada a funcionar no seu país de origem; (ii) limitação da possibilidade de contratação a

⁸⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Memorando nº 112/2020-CVM/SMI/GME**. Disponíveis em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2021/20210223/1583_19.pdf>. Acesso em 27 de set. de 2022.

⁸⁵BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação nº 33 de 2005**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 30 de set. de 2005. p. 2. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare033.html>>. Acesso em 28 de set. 2022.

intermediários provenientes de jurisdições com as quais a CVM mantém acordo de cooperação bilateral ou que sejam signatárias do memorando multilateral de entendimentos da IOSCO; (iii) todo o esforço de captação de investidores residentes no Brasil, inclusive por meio de publicidade ou esforço de comunicação, deve ser feito por integrantes do sistema de intermediação de valores mobiliários (parceiro nacional), destacando a sua própria marca, a do intermediário estrangeiro e sua estrutura, os serviços a serem prestados, sua área de atuação, bem como as diligências feitas pelo intermediário local em relação ao estrangeiro e os riscos relacionados ao investimento no exterior; (iv) prestação, pelo intermediário brasileiro, de informações aos clientes, em português e de forma clara, de todos os elementos necessários para a adequada tomada de decisão de investimento, incluindo as exigências relacionadas à transferência de valores, ao pagamento de impostos e à comunicação ao BACEN, além de esclarecimento sobre os riscos relacionados ao investimento no exterior, as proteções disponíveis para o investidor na jurisdição estrangeira e sobre a limitação da jurisdição da CVM, restrita apenas ao território nacional e, portanto, ao seu poder de supervisão limitado ao intermediário local; (v) prestação, pelo intermediário brasileiro, de informações aos clientes, em português e de forma clara, de todos os elementos necessários para a adequada tomada de decisão de investimento, incluindo descrição dos riscos inerentes ao investimento no exterior e das exigências relacionadas à transferência de valores e ao pagamento de impostos, além de esclarecimento sobre as proteções disponíveis para o investidor na jurisdição estrangeira e sobre a limitação da jurisdição da CVM, restrita apenas ao território nacional e, portanto, ao seu poder de supervisão limitado ao intermediário local; (vi) proibição à menção a ativos específicos no material de divulgação utilizado, de forma a garantir que a oferta feita ao investidor residente no Brasil seja apenas a dos serviços de intermediação; (vii) indicação restrita a investidores com perfil de risco adequado, identificado na forma prevista na Instrução CVM 539; (viii) manutenção pelo intermediário nacional do cadastro dos investidores captados, de acordo com os requisitos da Instrução 617; (ix) exigência que o intermediário estrangeiro preste informações periódicas ao intermediário brasileiro para que este monitore os clientes em comum e atue como um *gatekeeper*, em relação aos procedimentos de *suitability*, *best execution*, *know your client* (KYC) e prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo – PLDFT; (x) a exigência de que o intermediário

estrangeiro se comprometa a não aceitar e a não manter investidores residentes no Brasil que não tenham passado pelo crivo do intermediário brasileiro.

Adicionalmente, sugeriu, caso o Colegiado da CVM aprove esse modelo de negócio, que a SMI e a SDM passem a acompanhar as parcerias, a fim de verificar a qualidade e aderência do serviço às normas locais e avaliar a necessidade de promover futuras adaptações ou correções de rumo.

Novamente submetida a questão ao Colegiado da CVM, foi redigida a Ata de Reunião do Colegiado da CVM nº 8 de 23 de fevereiro de 2021⁸⁶, na qual houve a continuação das discussões realizadas pelo Colegiado acerca de consulta formulada pela SMI sobre a oferta de serviços de intermediação de valores mobiliários por instituição estrangeira por meio de parceria com intermediário nacional.

Em seu voto, a Diretora Flávia Perlingeiro manifestou-se contrariamente à aprovação da proposta de parceria apresentada pelas empresas estrangeiras. Dentre os argumentos, destaca-se que considerou ser inadequado o estabelecimento, via proposição em sede de consulta (e não por discussão e edição de normativo da CVM), dos critérios mínimos sugeridos pela área técnica para parcerias do gênero. Mostrou-se relevante este ponto justamente porque subentende-se que a ausência de norma cogente pode trazer insegurança jurídica ao mercado de capitais.

Não obstante ter restado vencida com relação à aprovação da proposta, a Diretora votou favoravelmente à substituição do requisito de limitação da possibilidade de contratação de intermediários provenientes de jurisdições com as quais a CVM mantém acordo de cooperação bilateral ou que sejam signatárias do memorando multilateral de entendimentos da IOSCO, pelo requisito de o intermediário estrangeiro estar ofertando no Brasil serviços relacionados à sua atuação em mercado reconhecido, tal como definido na Resolução CVM nº 3/2020.

Sendo assim, o Colegiado deliberou (i) pela aprovação das conclusões da área técnica na resposta à consulta apresentada, considerando não haver óbice, nas normas vigentes, no oferecimento, a residentes no Brasil, de serviços de intermediação de valores mobiliários prestados por instituições estrangeiras, desde

⁸⁶BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO Nº 08 DE 23.02.2021.**

que ele ocorra exclusivamente por meio da contratação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários brasileiro, previsto no art. 15 da Lei nº 6.385/1976; (ii) pela aprovação dos critérios sugeridos pela área técnica nas alíneas “a”, “c” a “i” do item 67 do Memorando nº 112/2020-CVM/SMI/GME; e (iii) pela aprovação do novo critério⁸⁷ proposto pela área técnica, que sugeriu substituir o requisito originalmente estipulado no memorando pelo requisito de o intermediário estrangeiro estar ofertando no Brasil serviços relacionados à sua atuação em mercado reconhecido, nos termos da regulamentação aplicável.

Além disso, a CVM estabeleceu que caberia a SMI e a SDM a obrigação de fiscalizar as parcerias firmadas, com o objetivo de verificar a qualidade e conformidade com as normas locais quanto ao serviço prestado, para que se possa avaliar a necessidade futura de adaptações ou novos critérios ao modelo proposto pelas empresas e aprovado pela CVM.

Neste sentido, ficou reconhecida pela CVM a legalidade da oferta de serviços de intermediação de valores mobiliários por agente estrangeiro, desde que se dê exclusivamente por meio da contratação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários nacional.

3 A OFERTA DE SERVIÇOS DE VALORES MOBILIÁRIOS ESTRANGEIROS AO INVESTIDOR DE VAREJO NO MERCADO DE CAPITAIS

O ato de regular nada mais é do que uma forma de intervenção estatal na economia, através da imposição de normas e diretrizes (GRAU, 2017). Dessa forma, a regulação pode ser compreendida como um conjunto de regras estabelecidas a um órgão ou agência da administração indireta, com o objetivo de fiscalizar e garantir a conformidade de determinados agentes ou atividades econômicas (SZTAJN, 2004).

Nessa perspectiva, tem-se ainda que, a intervenção estatal na ordem econômica ocorre de diversas formas, quais sejam: (i) por indução, ou seja, pela

⁸⁷O antigo critério era: de limitação da possibilidade de contratação a intermediários provenientes de jurisdição com as quais a CVM mantém acordo de cooperação bilateral ou que sejam signatários do memorando multilateral de entendimentos da IOSCO.

criação de incentivos a determinadas atividades econômicas; (ii) por direção, ao estabelecer normas cogentes; e, (iii) por intervenção, que pode ainda se dividir em intervenção por absorção - como quando o Estado assume os meios de produção de forma integral, formando monopólio - e intervenção por participação - como quando o Estado atua em regime de competição com as demais empresas privadas (GRAU, 2017). Contudo, para fins deste estudo, destaca-se a regulação por direção, tendo em vista que é por meio de normas de prevenção e repressão que o Estado regula o mercado de capitais (YAZBEK, 2009), como por exemplo, através das funções fiscalizadora e normativa da CVM.

Diante do exposto, antes de adentrar na temática da oferta de serviços de valores mobiliários estrangeiros a residentes nacionais, faz-se importante analisar a atuação da CVM, principal entidade reguladora do mercado de capitais, a fim de verificar quais são os limites da sua função como órgão normativo, para que assim, torne-se possível verificar se é regular ou irregular a oferta de serviços de valores mobiliários por intermediário estrangeiro ao investidor de varejo no mercado de capitais à luz dos Pareceres de Orientação nº 32 e nº 33 de 2005, uma vez que a decisão é oriunda de consulta (por meio de atos administrativos) e não de discussão e edição normativa sobre o tema.

3.1 A Função Normativa da Comissão de Valores Mobiliários

A CVM, criada em 1976 pela Lei nº 6.385, tem por objetivo exercer as funções de órgão regulador e fiscalizador do mercado de valores mobiliários. Contudo, com a edição da Medida Provisória nº 8, posteriormente convertida na Lei nº 10.411/2002, a CVM, que até então era uma entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, passou à condição de entidade autárquica em regime especial, de forma que, passou a ostentar o *status* de agência reguladora (EIZIRIK, 2011).

Quanto ao desempenho da regulação das atividades econômicas e de exploração privada de bens e serviços públicos, no direito brasileiro, esta se dá através das autarquias especiais dotadas de autonomia e independência, e é exercida

mediante um conjunto de competências normativas, executivas e judicantes (GUERRA, 2005).

Isto significa que, como ente regulador independente, a autarquia é dotada de autonomia, exercendo funções regulatórias, cuja administração compete a um Colegiado em que seus membros são nomeados pelo Presidente da República e detêm mandato por tempo determinado, conforme previsto no Regimento Interno da CVM. Existe, ainda, divisão interna na entidade reguladora, a qual diz respeito às áreas técnicas da CVM, que atuam sempre por delegação das funções atribuídas pela lei e por seu Regimento Interno⁸⁸.

Ao Colegiado da CVM compete, dentre outras atribuições: (i) fixar a política geral da CVM; (ii) definir a agenda de regulação para cada exercício e expedir atos normativos de competência da CVM; (iii) decidir sobre a concessão de dispensa de requisitos previstos nos atos normativos editados pela CVM; (iv) julgar os processos administrativos sancionadores; (v) praticar os demais atos previstos em lei ou regulamentação, inclusive no que diz respeito a processos administrativos em geral⁸⁹.

Quanto ao corpo técnico da CVM, faz-se importante as figuras da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM), responsável principalmente por: (i) conduzir processos de normatização de assuntos de competência da CVM, com exceção de normas contábeis; (ii) elaborar estudos, inclusive de impacto regulatório, projetos e normas orientados para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários; (iii) atuar, em conjunto com outros componentes organizacionais, na elaboração, revisão e ajustes dos atos normativos da CVM, adequando-os às necessidades do mercado; (iv) conduzir audiências públicas e restritas com participantes de mercado sobre atos normativos e desenvolvimento do mercado; (v) analisar e propor novas redações para anteprojetos e projetos de lei, medidas provisórias, decretos e resoluções que tenham impacto no mercado de capitais ou no perímetro regulatório da CVM⁹⁰.

⁸⁸BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Novo Regimento Interno da CVM**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 08 de mar. de 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/novo-regimento-interno-da-cvm>.

⁸⁹*Ibidem*.

⁹⁰BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Novo Regimento Interno da CVM**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 08 de mar. de 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/novo-regimento-interno-da-cvm>.

Além disso, têm-se as figuras das Gerências de Desenvolvimento de Normas (GDN-1 e GDN-2), responsáveis por, entre outras atribuições: (i) planejar, coordenar e supervisionar as atividades de normatização, conforme diretrizes estabelecidas pelo Colegiado; (ii) supervisionar, elaborar e revisar os documentos a serem editados pela SDM; (iii) coordenar discussões internas sobre os projetos de normatização; (iv) conduzir estudos e análises para avaliar a pertinência e a proporcionalidade da edição de uma norma e a aderência do projeto de normatização às demais normas da CVM e do Conselho Monetário Nacional e às normas e padrões internacionais⁹¹. Neste sentido, percebe-se que os principais responsáveis pela edição e aprovação de normas cogentes no mercado de capitais são o Colegiado da CVM, com apoio da SDM e da GDN-1 e GDN-2.

Considerando que a CVM é uma entidade autárquica em regime especial integrante da administração pública indireta, esta tem o dever de obedecer aos princípios da administração pública, dentre eles o da legalidade. Segundo o princípio da legalidade, a administração pública deve somente agir conforme previsão legal, ou seja, pode fazer apenas o que é permitido pela lei. Ademais, ao integrar a administração pública, a CVM não pode conceder direitos de qualquer espécie, nem criar obrigações ou impor vedações aos seus administrados por meio de simples atos administrativos, somente o pode quando há previsão em lei para tal (DI PIETRO, 2012).

Percebe-se, assim, a dicotomia do direito administrativo quando se trata dos objetivos da CVM frente aos princípios constitucionais da administração pública, uma vez que a CVM restou criada justamente com o objetivo de exercer as funções de órgão regulador do mercado de capitais.

De todas as funções exercidas pelas agências reguladoras, a função normativa é a mais criticada pela doutrina, sob o argumento de que representaria verdadeira invasão da esfera destinada ao Poder Legislativo. Contudo, as agências reguladoras emergem em um contexto político-jurídico em que se busca a consolidação de um Estado regulador de atividades econômicas - de serviços públicos, predominantemente -, e não de um Estado intervencionista economicamente (GRAU, 2004). Ou seja, é por meio das agências reguladoras que o Estado passa a fixar um

⁹¹ *Ibidem*.

conjunto de regras técnicas atinentes à conformidade da prestação de serviços públicos ou do exercício de atividades econômicas com o interesse coletivo.

A CVM está sujeita também ao princípio da especialidade, o que significa que esta deve exercer a matéria especializada que lhe foi atribuída por lei e não pode desviar-se dos fins que a criaram (DI PIETRO, 2012). Como agência reguladora, tem o poder de ditar normas com a mesma “força de lei”, mas não pode regular matéria não disciplinada em lei, seu poder normativo se atém a regulamentar a lei a partir de conceitos genéricos, princípios, padrões e dizem respeito exclusivamente ao mercado ou setor em que atua (DI PIETRO, 2012). Ademais, é disposto que no Brasil não existe um único modelo de Estado regulador, uma vez que aqui se tem modelos institucionais misturados de regulação voltados para a correção de “falhas de mercado” e para o estímulo da concorrência empresarial (MATTOS, 2006), o que permite, por exemplo, verificar a enorme centralização de poder decisório em figuras da administração pública, como as autarquias.

No caso da CVM, esta possui função normativa em sentido amplo, que se trata de um poder-dever normativo, ou seja, tem competência tanto para editar normas, quanto para julgar casos concretos. Isto significa que a CVM tem competência regulamentar, referente às situações previstas nas Leis nº 6.385/76 e 6.404/76, e competência suplementar (ROSA, 2012), que significa o poder de formular normas que desdobrem o conteúdo de princípios ou normas gerais ou que supram a ausência ou omissão destas (SILVA, 2003). Esta competência híbrida existe de forma a possibilitar que a autarquia crie normas a fim de suprir lacunas e as zonas cinzentas na regulamentação do mercado de capitais (ROSA, 2012). Assim, faz-se importante salientar que essas atribuições da CVM são em decorrência de seu *status* como agência reguladora.

O direito administrativo atual deslocou o tratamento das autarquias especiais do âmbito do controle exclusivo do Poder Executivo, para situá-las como entidades dotadas de autonomia e, portanto, independentes de todos os Poderes estatais, daí que resulta a afirmativa de que estas atuam quase como se fossem legiferantes ou como se fossem órgãos judicantes (EIZIRIK, 2011). Contudo, isto não significa que a CVM, como agência reguladora, esteja imune a qualquer controle, pois todos os seus atos são passíveis de revisões a *posteriori* pelos Poderes Executivo, Legislativo e

Judiciário, uma vez que sua autonomia está concentrada somente para desenvolver suas atividades de forma eficiente e com rapidez frente às necessidades do mercado de valores mobiliários.

Portanto, percebe-se que a capacidade normativa da CVM é necessária, principalmente frente a conceitos indeterminados do próprio mercado de capitais, como *condições artificiais de demanda, manipulação de preço, operações fraudulentas, práticas não equitativas* (EIZIRIK, 2011). Logo, subentende-se que, é obrigação da CVM, por meio de sua atividade normativa, suprir as situações não vislumbradas ou inexistentes à época pelo legislador, respeitando as limitações constitucionais e legais, bem como as estabelecidas pelo CMN, que regula o mercado financeiro de forma geral.

Em face da capacidade normativa da CVM, faz-se necessário compreender os atos administrativos que são emitidos por esta agência reguladora, conforme abordado no próximo item.

3.2 Os Atos Administrativos da Comissão de Valores Mobiliários

Atos administrativos constituem um dos modos de decisões tomadas por órgãos e autoridades da Administração Pública, que produzem efeitos jurídicos, especialmente ao reconhecer, modificar, extinguir direitos ou impor restrições e obrigações aos seus administrados (MEDAUAR, 2016). Nesse sentido, são abordados os atos administrativos editados pela CVM mencionados no decorrer desta pesquisa, quais sejam: os atos declaratórios e os pareceres de orientação.

Os atos declaratórios são aqueles que somente constata a existência ou inexistência de eventos necessários à produção de um efeito jurídico, motivo pelo qual seus efeitos retroagem à data da ocorrência do referido evento (JUSTEN FILHO, 2014), ou que afirmam a preexistência de uma situação de fato ou de direito (BANDEIRA DE MELLO, 2015). Em resumo, o ato declaratório atesta um fato, ou reconhece um direito ou uma obrigação preexistente, conferindo segurança jurídica quanto à existência do fato ou situação nele declarada, sem criar situação jurídica

nova, pois ele não modifica ou extingue direito (ALEXANDRINO, 2008). Ademais, frisa-se que a expressão utilizada para designar tal ato destina-se mais precisamente aos seus efeitos quando emitidos, não se tratando propriamente de uma classificação de ato administrativo.

A CVM declara que dentre os atos declaratórios emitidos pela autarquia, têm-se aqueles que tem por objetivo alertar os participantes do mercado e o público em geral acerca da inexistência de autorização para que determinada instituição ou pessoa exerça a atividade de intermediação de valores mobiliários⁹². Dessa forma, por meio de um ato declaratório, torna-se pública a informação sobre a não qualificação do agente econômico para a prática de intermediação, bem como visa cessar, de forma urgente, a eventual prática de atividade de intermediação, uma vez que tenha sido identificado pela CVM, em suas rotinas de supervisão do mercado de valores mobiliários, indícios de irregularidades sendo praticados. Assim, percebe-se a diferença do conceito de ato declaratório estabelecido pela doutrina e o estabelecido pela CVM, uma vez que este último modifica e/ou restringe direitos.

Sob esta ótica, a CVM dispõe, à luz de seu Regimento Interno⁹³, que compete à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI) suspender a intermediação irregular de valores mobiliários no mercado, por parte de pessoas ou instituições não integrantes do sistema de distribuição nacional, nos termos do artigo 15 da Lei nº 6.385/1976. Portanto, percebe-se a existência de respaldo legal para a decisão da CVM, por meio da SMI, de proibir a continuidade dos negócios das empresas estrangeiras no Brasil, sob pena de multa diária, conforme abordado no capítulo 2 desta pesquisa. Dessa forma, ainda que os atos administrativos conceituados pela doutrina e os praticados pela CVM possam parecer diferentes, o problema pode estar quanto à nomenclatura dos atos administrativos editados pela agência reguladora, tendo em vista que quanto à legalidade destes não há o que se discutir.

⁹²ATOS Declaratórios. CVM, 2022. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/ETFs.html>. Acesso em: 05 de set. de 2022.

⁹³BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Novo Regimento Interno da CVM**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 08 de mar. de 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/novo-regimento-interno-da-cvm>.

A CVM, como entidade autárquica integrante da administração pública indireta, também possui direito de exarar atos da Administração. Estes são assim chamados porque têm sentido mais amplo do que a expressão ato administrativo, a qual abrange somente determinada categoria de atos praticados no exercício da função administrativa. Com isso, dentre os atos da Administração, tem-se principalmente: (i) os atos de conhecimento, opinião, juízo ou valor, que não expressam uma vontade e nem podem produzir efeitos jurídicos (como pareceres e votos); e, (ii) os atos normativos, que abrangem decretos, portarias, resoluções, regimentos, de efeitos gerais e abstratos (DI PIETRO, 2012).

Assim, ainda que os Pareceres de Orientação nº 32 e nº 33 de 2005 da CVM estejam classificados como atos administrativos que não produzem efeitos jurídicos e nem possuem efeitos normativos por si só, pois trata-se de atos de opinião, isso não significa que “suas conclusões não tenham efeitos para atividade reguladora da autoridade que o emitiu. Uma vez que o objetivo é garantir uniformidade de orientação na esfera administrativa” (PERES, 2021, p. 60). Ademais, verifica-se que os Pareceres servem como instrumento do princípio da segurança jurídica, o qual tem como objetivo “vedar a aplicação retroativa de nova interpretação da lei no âmbito da Administração Pública” (DI PIETRO, 2012, p. 85).

Dessa forma, ainda que os Pareceres não possuam caráter de norma cogente, estes têm função de guiar a atuação da CVM ao analisar os casos concretos e sua desconsideração, no mínimo, soaria contraditória (PERES, 2021). Além disso, faz parte dos objetivos da CVM o desenvolvimento do mercado de capitais, o que torna legal a viabilidade de um modelo de negócio inovador como a oferta de serviços de valores mobiliários estrangeiros ao investidor residente brasileiro por meio de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários nacional, uma vez que, mesmo que não haja previsão legal específica, também não foi encontrada na regulação do mercado de capitais requisitos que fossem contrários aos objetivos da própria regulação e da atuação da CVM neste mercado.

3.3 Considerações sobre o Modelo Proposto pelas Instituições Estrangeiras e Chancelado pela CVM

De início, ressalta-se que o modelo ora analisado, qual seja, de oferta de serviços de valores mobiliários estrangeiros por instituição situada em outro país, partiu de um clássico pressuposto econômico: a existência de demanda sem oferta. Em outras palavras, existia uma demanda reprimida de investidores de varejo residentes no Brasil por oportunidades de investimento direto em valores mobiliários estrangeiros. Ou seja, de valores mobiliários que de fato fossem emitidos, registrados e negociados nos mercados organizados de outros países (PERES, 2021), diferentemente do que a legislação possibilitava até então, como por meio de BDRs, ETFs, fundos de investimentos e telas de negociação, conforme mencionado no capítulo 1.3.2.

Diante disso, a CVM buscou inovar e atender aos desejos dessa classe de investidores, observando e discutindo os limites da regulamentação do mercado de capitais brasileiro junto aos demais agentes reguladores e autorreguladores, de tal forma que, devido aos avanços tecnológicos no mercado de valores mobiliários, ficou permitida a realização de investimento direto no exterior, uma vez que estes serviços podem ser realizados por meios *online*. Ou seja, todo o fluxo de abertura de contas, remessas de recursos e transmissão e execução de ordens, pode ser executado por meio de plataformas digitais, sem a necessidade de presença física da instituição estrangeira em território brasileiro.

Um ponto a ser destacado é que o cerne da problemática desde a origem do primeiro caso, em 2018, estava concentrado na irregularidade do empreendimento de esforços de prospecção de investidores residentes no Brasil pelo agente estrangeiro, a fim de que estes viessem a abrir conta em instituições situadas no exterior e passassem a negociar ativos financeiros por lá.

Nestes termos, a solução encontrada pela CVM e pelas empresas estrangeiras foi de uma proposição de parceria, por meio da contratação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários brasileiro, nos termos do artigo 15 da Lei nº 6.385/1976, para realizar a referida prospecção de clientes. Ou seja, o

modelo ora analisado é caracterizado pela existência de uma instituição estrangeira habilitada e regulada em seu país, que, estando apta e autorizada a atender clientes residentes em outras jurisdições, como o Brasil, possa atendê-los, desde que esta contrate uma instituição brasileira devidamente habilitada no sistema de distribuição de valores mobiliários nacional para a realização da intermediação destes serviços.

Dessa forma, ficou a cargo da instituição brasileira todas as responsabilidades regulatórias perante o regulador local, assim como todo serviço de prospecção de clientes, por meio de campanhas publicitárias, a fim de que estes clientes contratem os serviços da instituição estrangeira.

Essa atuação desempenhada pela instituição brasileira é conhecida no mercado de capitais como *gatekeeper*. Dessa forma, a instituição atua como uma espécie de “guardião” das regras locais. Uma definição bastante conhecida para *gatekeepers*, é a dada pelo ex-diretor da CVM, Pedro Marcílio, na decisão do Colegiado no Processo Administrativo Sancionador da CVM nº 12/2004, de 2006⁹⁴:

“Dada a disparidade dos deveres e obrigações impostos aos Intermediários e aos Investidores, a análise da conveniência e oportunidade da celebração do termo de compromisso deve levar em conta, primeiramente, a diferença de deveres e obrigações impostos a cada classe de indicados. Enquanto os Intermediários assumem, perante o mercado, não só a obrigação de obedecer a legislação, mas atuam, também, como um dos pilares necessários à confiança e respeitabilidade do mercado de valores mobiliários, atuando como agentes asseguradores do cumprimento das regras estabelecidas por terceiros ("*gatekeepers*", na linguagem norte-americana) - ou seja, além de cumprir as normas, os Intermediários devem zelar para que as pessoas que atuam por seu intermédio também cumpram essas normas. Já os Investidores, são meros "usuários" do mercado, e, nessa condição, estão desobrigados de zelar para que os demais participantes do mercado cumpram com suas obrigações. A eles é imputado apenas o cumprimento de suas próprias obrigações. Investidores não são, portanto, "*gatekeepers*".”⁹⁵

O termo *gatekeeper* é utilizado em diferentes áreas do direito, isto porque trata-se de uma metáfora e não de um conceito propriamente dito. Esta metáfora se inicia

⁹⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 12/2004**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 01 de ago. de 2006. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5147-0.pdf>. Acesso em 04 set. 2022.

⁹⁵BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 12/2004**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 01 de ago. de 2006. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/5147-0.pdf>. Acesso em 04 set. 2022.

pela figura de um portão pelo qual determinado agente precisa cruzar para chegar a algum lugar. Esse portão pode ser aberto somente por seu guardião ou porteiro, ou seja, pelo ato de vontade de quem o controla. Com isso, conclui-se que para cruzar o portão e atingir o seu objetivo, o agente precisa contar com a anuência de quem o tem sob comando (SÁ, 2021).

Em resumo, no âmbito do mercado de capitais brasileiro e no modelo de negócio sob análise nesta pesquisa, esses guardiões podem ser considerados como as instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários nacional responsáveis por garantir que seus clientes, por exemplo, não cometam irregularidades por meio de seus serviços e nem o intermediário estrangeiro. O alistamento desses atores muitas vezes como guardiões da regulação envolve a imposição de sanções nos casos em que o *gatekeeper* participe de irregularidades, ou até mesmo se ele falhar em prevenir, ou tornar pública determinada irregularidade sob sua responsabilização direta ou indireta (SÁ, 2021). Assim, o guardião deve agir de tal forma a evitar o cometimento de ilícitos não só em decorrência das penalidades que lhe podem ser aplicadas, como também a fim de preservar sua reputação no mercado em que é atuante (HANSEL, 2014).

Nessa perspectiva, subentende-se que as principais responsabilidades das instituições brasileiras que adotarem essa parceria com intermediário estrangeiro, atuando como *gatekeeper* são: (i) verificar se o contratante estrangeiro está devidamente autorizado a funcionar no seu país de origem; (ii) realizar toda captação de investidores residentes no Brasil, bem como as diligências feitas pelo intermediário local em relação ao estrangeiro e os riscos relacionados ao investimento no exterior; (iii) realizar a prestação de informações aos clientes, em português e de forma clara, de todos os elementos necessários para a adequada tomada de decisão de investimento, com todas as obrigações previstas em lei; (iv) não realizar menção a ativos específicos no material de divulgação utilizado, de forma a garantir que a oferta feita seja somente de serviços de intermediação; (vii) realizar a manutenção do cadastro dos investidores captados; e, (vii) realizar todos os procedimentos de *suitability*, *best execution*, *know your client* e de prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo.

De outra forma, ao intermediário estrangeiro cabe obedecer aos critérios mínimos para ofertar seus serviços aos investidores brasileiros, tais como: (i) contratar instituição integrante do sistema de distribuição nacional para conduzir a intermediação; (ii) ofertar no Brasil serviços relacionados à sua atuação em mercado reconhecido, conforme definido no Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários da B3; (iii) prestar informações periódicas ao intermediário brasileiro para que este monitore os clientes em comum; e, (iv) não aceitar e nem manter investidores residentes no Brasil que não tenham passado pelo crivo do intermediário brasileiro.

Todos os pontos elencados acima foram considerados fundamentais pela área técnica da CVM, na Ata de Reunião do Colegiado de 2021⁹⁶, para garantir que o investidor de fato se beneficie do papel de *gatekeeper* desenvolvido pelo intermediário brasileiro e evitar que sua contratação venha a se tornar apenas uma formalidade.

Quanto à fiscalização deste novo modelo de negócio, ainda, conforme abordado no capítulo 2.3 desta pesquisa, a CVM incumbiu à SMI e a SDM a obrigação de fiscalizar as parcerias firmadas. Neste mesmo sentido, a ANBIMA, em março de 2021, divulgou em sua Agenda de Internacionalização⁹⁷ os critérios mínimos que devem ser observados e são considerados boas práticas de mercado:

“Encaminhamento do investidor ao intermediário não residente após análise individual de objetivos, considerando perfil de risco adequado; Avaliação da demonstração de interesse no veículo ou ativo pelo próprio investidor, sempre que houver; Transparência na comunicação ao investidor sobre os riscos, proteções disponíveis e fluxo operacional com o intermediário internacional; Intermediário local e não residente fazem análises do investidor de maneira independente, usando metodologias próprias, e não compartilham informações entre si; Definição de requisitos mínimos para os profissionais envolvidos na condução do investidor local, como proficiência em inglês e certificações. Na nossa visão, o intermediário local deve sempre verificar a regularidade do intermediário não residente em seu país de origem e manter o cadastro dos investidores indicados enquanto permanecerem como seus clientes.”⁹⁸

⁹⁶BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO Nº 08 DE 23.02.2021**.

⁹⁷BRASIL. ANBIMA. **Agenda de Internacionalização**. Rio de Janeiro: ANBIMA. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/69/77/6D/BA/0DDE7710566DCB77882BA2A8/Agenda%20de%20internacionalizacao.pdf>. Acesso em 11 de set. de 2022.

⁹⁸*Ibidem*.

Com base nisso, percebe-se que os critérios mínimos estabelecidos pela CVM na Ata de Reunião do Colegiado da CVM nº 8/2021 serviu como base também para a atuação dos autorreguladores no mercado de capitais, uma vez que estes tomaram como base o estabelecido pela agência reguladora para instruírem as instituições autorreguladas.

Diante do exposto, percebe-se que os casos das empresas estrangeiras Avenue e Stake foram fundamentais para dar origem a esse novo modelo de negócio, que atualmente já foi adotado por mais instituições financeiras no Brasil, como o Banco Inter⁹⁹, a Warren Investimentos¹⁰⁰ e a XP¹⁰¹.

CONCLUSÃO

O desenvolvimento tecnológico ao longo do tempo contribuiu para o desenvolvimento e aperfeiçoamento do mercado de capitais, seja no âmbito nacional, seja no internacional. Isto possibilitou que o acesso a novos produtos financeiros se tornasse mais fácil e a assimetria informacional fosse mitigada, fazendo com que um investidor como o do público de varejo não fosse mais visto pelo regulador do mercado de valores mobiliários como um sujeito econômico que precisasse de tanta proteção regulatória.

A ANBIMA, por exemplo, em 2020, já defendia a democratização do acesso ao mercado internacional de valores mobiliários pelo público de varejo brasileiro¹⁰². Ou seja, mesmo antes da decisão do Colegiado da CVM de 2021, as entidades reguladoras e autorreguladoras do mercado de capitais discutiam junto à CVM sobre

⁹⁹Banco Inter disponibiliza plataforma em parceria com a Apex Clearing Corporation. Disponível em: <<https://www.bancointer.com.br/plataforma-global-investimentos/#:-:text=O%20que%20%C3%A9%20a%20Plataforma,realizadas%20por%20meio%20da%20Apex.>>. Acesso em: 27 de set. de 2022.

¹⁰⁰Warren em breve irá lançar a plataforma de investimentos internacionais em parceria com a Apex Clearing Corporation. Disponível em: <<https://citywire.com.br/news/warren-lanca-plataforma-de-investimentos-internacional/a2390715?linkSource=article-body>>. Acesso em: 27 de set. de 2022.

¹⁰¹XP passa a oferecer conta internacional para clientes com patrimônio acima de R\$ 10 mil. **Valor Investe**, 2022. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2022/09/15/xp-passa-a-oferecer-conta-internacional-para-clientes-com-patrimonio-acima-de-r-10-mil.ghtml>>. Acesso em: 27 de set. de 2022.

¹⁰²COTIAS, Adriana. ANBIMA Quer Fim da Limitação para Ativos no Exterior. **Valor Econômico**, 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/02/19/anbima-quer-fim-da-limitacao-para-ativos-no-exterior.ghtml>. Acesso em 12 set. 2022.

a necessidade de mudanças regulatórias para ampliar o acesso do investidor de varejo aos produtos financeiros do mercado de capitais. Isso teve início, inclusive, com a derrubada das restrições de negociação de BDRs, que já foi destinada somente a investidores mais sofisticados, como os qualificados e os profissionais, conforme trazido no capítulo 1.3.1.

Nessa perspectiva, através desta pesquisa buscou-se analisar de forma crítica a decisão recente da CVM sobre a irregularidade ou não da oferta de serviços de valores mobiliários por intermediário estrangeiro a investidores residentes no Brasil por meio de instituição integrante do sistema de distribuição nacional à luz dos Pareceres de Orientação nº 32 e nº 33 de 2005 da CVM, decisão a qual se deu por meio da Ata de Reunião do Colegiado da CVM nº 8/2021.

Conforme observado no decorrer deste trabalho, por meio de entendimento doutrinário e análise legislativa, tem-se que o modelo de negócio aprovado pela CVM, e já implementado no mercado de capitais pelas instituições integrantes do sistema de distribuição nacional, não possui irregularidades, desde que ocorra por meio da contratação de instituição autorizada a funcionar no sistema de distribuição de valores mobiliários brasileiro. Isto porque não há previsão legal quanto à oferta de serviços de valores mobiliários, diferentemente do que ocorre quando se fala em oferta pública de valores mobiliários, sendo que esta última exige de fato o registro perante a CVM, pois abrange a prospecção de investidores e a menção a ativos específicos, uma vez que distribuição, no mercado de capitais, refere-se a venda de produtos financeiros¹⁰³.

Assim, não carece de respostas a preocupação levantada inicialmente sobre como a CVM deveria tratar o tema em caso de irregularidades na decisão formulada pelo Colegiado, conforme pergunta levantada no início desta pesquisa. Ainda que a jurisdição da CVM se dê exclusivamente em território nacional, nos termos do artigo

¹⁰³Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os assessores de investimentos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV - as bolsas de valores. V - entidades de mercado de balcão organizado. VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.
BRASIL. **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, DF: Presidência da República.

9º, § 6º, da Lei nº 6.385/76, os requisitos mínimos estabelecidos pela agência reguladora, no modelo de parceria aprovado, impõem ao intermediário local a obrigação de verificação quanto à devida constituição e autorização para atuação no país de origem da instituição contratante estrangeira anterior à celebração contratual. Isto possibilita o entendimento de que, em caso de atuação irregular por parte da instituição estrangeira, o intermediário local e sob jurisdição da CVM, no exercício de seu papel como *gatekeeper*, passe a sofrer as sanções e penalidades dispostas na legislação pátria.

Além disso, quanto aos possíveis desafios por parte dos reguladores e autorreguladores do mercado de capitais para a devida fiscalização deste em decorrência da ausência de norma com força vinculante específica, o que se verificou é que, preocupada, a CVM delegou à SMI e à SDM a obrigação de acompanhar as parcerias realizadas, a fim de verificar a qualidade do serviço e aderência às normas locais e avaliar a necessidade de promover futuras adaptações ou correções de rumo, conforme apontado no item 2.3 deste trabalho.

Em face disso, a ANBIMA, no desempenho do seu papel de entidade autorreguladora do mercado financeiro e de capitais, já havia divulgado e demonstrado esta mesma preocupação em sua Agenda de Internacionalização¹⁰⁴, conforme exposto no item 3.3 da presente pesquisa, tendo apontado como boas práticas a serem observadas pelo mercado nacional, anteriormente ao direcionamento do cliente local ao intermediário internacional: (i) o encaminhamento do investidor ao intermediário não residente somente após análise individual de seus objetivos e considerando o perfil de risco adequado para realizar tais investimentos; (ii) a avaliação da demonstração de interesse no tipo de investimento ou ativo pelo próprio investidor, sempre que houver; (iii) a transparência na comunicação ao investidor sobre os riscos, proteções disponíveis e fluxo operacional com o intermediário internacional; (iv) se o intermediário local e o não residente fazem análises do investidor de maneira independente, usando metodologias próprias, e não compartilham informações entre si; (v) a definição de requisitos mínimos para os

¹⁰⁴BRASIL. ANBIMA. **Agenda de Internacionalização**. Rio de Janeiro: ANBIMA. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/69/77/6D/BA/0DDE7710566DCB77882BA2A8/Agenda%20de%20internacionalizacao.pdf>. Acesso em 11 de set. de 2022.

profissionais envolvidos na condução do investidor local, como proficiência em inglês e certificações.

Neste conteúdo, verifica-se que, assim como disposto pela CVM, as obrigações de verificação quanto à regularidade do intermediário não residente em seu país de origem e de manter o cadastro dos investidores indicados ao intermediário estrangeiro enquanto permanecerem como seus clientes, nos termos da Resolução CVM nº 35/21¹⁰⁵.

Contudo, em razão de a decisão editada pela CVM ser consideravelmente recente e de que poucas instituições brasileiras ainda aderiram a este novo modelo de negócio, qual seja a oferta de serviços de valores mobiliários estrangeiros, é prematuro julgar que os critérios mínimos estabelecidos pela agência reguladora e repassados pelo autorregulador setorial são suficientes, seja para proteger o investidor local frente aos desafios de se investir no exterior, seja de garantir a conformidade da atuação do intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários nacional frente ao cumprimento global dos requisitos e de garantir que o agente estrangeiro de fato os cumpra através de estipulação contratual, uma vez que depende exclusivamente das informações repassadas por este último.

Neste mesmo sentido, a doutrina aponta que a assimetria informacional se mostra como uma das principais falhas de mercado e que impedem a eficiência plena do mercado financeiro e de capitais, sendo, inclusive, um dos pontos que justifica as atividades de regulação com a finalidade de proteção sistêmica e ao consumidor (PERES, 2021). Da mesma forma, dentre os objetivos principais da regulação do mercado de valores mobiliários, está “garantir que o poupador tenha acesso a informações em quantidade e qualidade suficientes para poder tomar uma decisão corretora e monitorar o risco de sua aplicação” (SADDI, 2015, p. 73).

Em face disso, se em um contexto nacional e em que se tenham informações amplamente divulgadas na língua portuguesa, a assimetria informacional ainda exista e justifique a intervenção estatal na figura da CVM e dos demais reguladores e autorreguladores, como é possível garantir que as instituições nacionais estejam de

¹⁰⁵BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 35/21**. Estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários (...).

fato munindo o investidor de varejo brasileiro de informações suficientes para a tomada de decisão? Este questionamento se torna especialmente latente quando se considera o fato de que as informações – como fatos relevantes, prospecto, entre outros, como documentos societários e contábeis – são oriundas de países estrangeiros os quais possuem sistemas diferentes e estão no idioma local, como o inglês, a exemplo das parcerias propostas pelas empresas estrangeiras Avenue e Stake.

Tais casos foram essenciais para delinear o modelo de negócio em análise, pois deram origem a decisão da CVM de 2021 (em face da proposição de parceria pelas empresas). Inclusive, este é um dos riscos identificados no decorrer deste trabalho e não percebido como uma preocupação latente pelos reguladores brasileiros. Embora seja um requisito para a parceria prestar as informações de forma clara ao investidor e no idioma nacional, não fica claro de que forma o regulador irá monitorar o seu fiel cumprimento, além de que, não obriga ao intermediário estrangeiro disponibilizar plataforma para negociação em língua portuguesa, podendo este ser mais um obstáculo aos brasileiros para investir no exterior. Além disso, a própria CVM dispensa a obrigatoriedade de submeter a sua análise os contratos firmados, o que mais uma vez corrobora a preocupação sobre a efetiva fiscalização das parcerias firmadas.

Outro ponto de atenção está inserido nos limites da atuação da CVM, tendo em vista que esta possui jurisdição apenas em território nacional. Com isso, ainda que as cláusulas contratuais venham a exigir a observância das normas brasileiras e que a CVM tenha delegado a SMI e a SDM a obrigação de acompanhar as parcerias firmadas, a CVM dispensou a submissão dos contratos celebrados a si para fins de avaliação e de autorização prévia¹⁰⁶, o que na perspectiva desta pesquisa, pode-se apresentar futuramente como um problema, uma vez que o molde em que as parcerias tenham se firmado de não ser suficiente para atender o que o regulador pensou como ideal quando deliberou sobre a matéria. Afinal, ainda que o agente estrangeiro contratante tenha de disponibilizar toda e quaisquer informações ao intermediário nacional que se façam necessárias, todas as transações e o registro destas ficam a

¹⁰⁶Memorando nº 94/2019-CVM/SMI/GME, de 7 de outubro de 2019, parágrafos 30 e 34.

cargo e em posse da instituição estrangeira, sem obrigações de reportes ao regulador brasileiro e sem sujeição a sanções por descumprimentos legais.

Dessa forma, ao longo deste trabalho, foi possível concluir que a CVM tomou decisões com base em suas atribuições estipuladas em lei e em caráter de seu *status* como agência reguladora, não tendo, assim, o que se questionar quanto à legalidade dos seus atos administrativos, ainda que a doutrina apresente argumentos desfavoráveis sob a análise das atribuições e funções de uma autarquia. Contudo, ressalva-se a imprescindibilidade de fiscalização e cumprimento normativo pelas instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários nacional. Assim, faz-se necessário acompanhar como o mercado irá agir frente à ausência de norma cogente sobre o tema e, diante disso, até quando lhe será atribuído insegurança jurídica.

Por fim, faz-se importante também acompanhar os próximos passos dos reguladores, tendo em vista a publicação recente da nova regulamentação da Lei de Câmbio e Capitais Internacionais (Lei nº 14.286/21), que trata das operações de crédito externo e de investimento estrangeiro direto (publicada em 29 de dezembro de 2021 e que entrará em vigor após decorrido 1 ano de sua publicação oficial). Ainda que esta se trate de regulação do mercado cambial, o investimento direto no exterior se inicia com a remessa de capital para fora do Brasil, para que assim o investidor brasileiro possa comprar ativos no país estrangeiro, podendo esta lei, dessa forma, ser o estopim para que futuramente sejam apresentadas soluções normativas frente às zonas cinzentas identificadas no presente trabalho.

REFERÊNCIAS

ALEXANDRINO, Marcelo. **Direito administrativo descomplicado**. 16. ed. rev. e atual. São Paulo: Método, 2008.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. *O conceito jurídico de regulação da economia*. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: nº 122, ano XL, abr.-jun. 2001. p. 38-48.

BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. **Curso de Direito Administrativo**. 32 ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2015.

BERLE Jr., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: The Macmillan Company, 1932.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO Nº 08 DE 23.02.2021**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210223_R1.html>. Acesso em: 25 de set. de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Memorando nº 94/2019-CVM/SMI/GME**. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20191022/1583-19.pdf>>. Acesso em 27 de set. de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Memorando nº 112/2020-CVM/SMI/GME**. Disponíveis em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2021/20210223/1583_19.pdf>. Acesso em 27 de set. de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 555/2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em: 25 de set. de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 332/00**. Dispõe sobre a emissão e negociação de certificados de depósito de valores mobiliários – BDRs com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior (...). Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst332.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20emiss%C3%A3o%20e,Revoga%20a%20Instru%C3%A7%C3%A3o%20321%2F99.>>. Acesso em: 25 de set. de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 35/2021**. Estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários [...]. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol035.html>>. Acesso em: 25 de set. de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 30/2021**. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente [...]. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>>. Acesso em: 25 de set. de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 135/22**. Dispõe sobre o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários; a constituição, organização, funcionamento e extinção das entidades administradoras de mercado organizado; a prestação dos serviços referidos no § 4º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e no art. 28 da Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013; e revoga a Instrução CVM nº 168, 23 de dezembro de 1991, a Instrução CVM nº 283, de 10 de julho de 1998, a Instrução CVM nº 312, de 13 de agosto de 1999, a Instrução CVM nº 330, de 17 de março de 2000, a Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, a Instrução CVM nº 467, de 10 de abril de 2008, a Instrução CVM

nº 468, de 18 de abril de 2008, a Instrução CVM nº 499, de 13 de julho de 2011, a Instrução CVM nº 508, de 19 de outubro de 2011, a Instrução CVM nº 544, de 20 de dezembro de 2013, e a Nota Explicativa CVM nº 24, de 27 de novembro de 1981.

Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol135.pdf>>. Acesso em: 25 de set. de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 160/22**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados (...). Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html>>. Acesso em: 25 de set. de 2022

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 35/21**. Estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários (...). Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol035.html>>. Acesso em: 25 de set. de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Direito do mercado de valores mobiliários**. 1ª ed. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 32, DE 30 DE SETEMBRO DE 2005**. Disponível em: <

<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare032.html>>. Acesso em: 25 de set. de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 33, DE 30 DE SETEMBRO DE 2005**. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare033.html>>. Acesso em: 25 de set. de 2022.

BRASIL. **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, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 25 de set. de 2022.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.** Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm>. Acesso em: 25 de set. de 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>. Acesso em: 25 de set. de 2022.

BRASIL. **Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999.** Regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9784.htm>. Acesso em: 25 de set. de 2022.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de direito administrativo.** 31. ed. rev., atual. e ampl. – São Paulo: Atlas, 2017.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK Nelson. **Estudos de Direito Empresarial.** 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** 4. ed., Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. Disponível em: <

<https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/public>

acao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf>. Acesso em: 26 de set. de 2021.

DI PRIETO, Maria Sylvia Zanella. **Direito administrativo**. 25. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

DONAGGIO, Angela Rita Franco. Em tese de doutorado apresentada à Faculdade de Direito de São Paulo, sob o título “Regulação e autorregulação no mercado de valores mobiliários: o caso dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa”. Biblioteca da Faculdade de Direito, São Paulo, 2016.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3. ed. (revisada e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson Laks. *O Liberalismo Econômico e a Criação das Disciplinas de Direito Comercial e Economia Política*. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: n° 35, ano XVIII, jul.-set. 1979.

EIZIRIK, Nelson Laks. **Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais**. 1. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1987.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15ª edição – Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2002.

FREITAS, Juarez. **O Controle dos Atos Administrativos e os Princípios Fundamentais**. 5ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2013.

GORGA, Érica. **Does Culture Matter for Corporate Governance? A Case Study of Brazil** (Maio de 2003). Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=410701>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.410701>>. Acesso em: 12 de out. de 2022.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na constituição de 1988: (interpretação e crítica)**. -18. ed. atual. - São Paulo: Malheiros, 2017.

GUERRA, Sérgio. **Controle Judicial dos Atos Regulatórios**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005.

HAENSEL, Taimi. **A Figura dos Gatekeepers: Aplicação às Instituições Intermediárias do Mercado Organizado de Valores Mobiliários Brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2014.

HALL, Robert E. e TAYLOR, John B. **Macroeconomia - Teoria, Desempenho e Política**. Trad. port. José Ricardo Brandão Azevedo. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITY AND COMMISSIONS. **Objectives and Principles of Securities Regulation**. [S.l.]: International Organization of Security and Commissions, p. 12. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>. Acesso em: 11 nov. 2021.

JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de Direito Administrativo**. 10 ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.

MATTOS, Paulo Todescan Lessa. **A formação do estado regulador**. Novos estudos – CEBRAP. São Paulo, n. 76. P. 139-156. Nov. 2006.

MATTOS FILHOS, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: FGV. 2015.

MEDAUAR, Odete. **Direito administrativo moderno**. 20. ed. rev., atual. e ampl. - São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

MIRAGEM, Bruno. **Direito Bancário**. 2. ed. rev., atual. e ampl. – São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

MOREIRA, José C. B. **Temas de direito processual** – primeira série. São Paulo: Saraiva, 1977.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Os Princípios Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.). **Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1999.

NODA, Margareth. Em tese de doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob o título “Acesso eletrônico e tendências para a intermediação no mercado de valores mobiliários”. Biblioteca da Faculdade de Direito, São Paulo, 2010.

PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de Capitais**. 2 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2018. In Coleção Tratado de Direito empresarial. V.6. Coordenação Modesto Carvalhosa.

PERES, Lucas Rafael. **Investimento direto em ativos estrangeiros**. São Paulo: Almedina, 2021.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 5ª. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ROSA, Maria Eduarda Fleck da. *O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários*. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito de São Paulo. São Paulo, 2012.

SÁ, Rafael Vieira de Andrade de. *O administrador como gatekeeper dos fundos de investimento: origem, fundamentos e perspectivas* / Rafael Vieira de Andrade de Sá. - 2021.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **A Racionalidade Econômica do Combate ao Insider Trading: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado**.

Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 147, ano XLVI, p. 50, jul.-set. 2007.

SHENG, Andrew. Disclosure regulation: The Role of Intermediaries. In: ASIA PACIFIC IN-HOUSE COUNSEL SUMMIT, 2004, Hong Kong. **Speeches** [...].

SILVA, José Afonso da. **Curso de direito constitucional positivo**. 22. ed. São Paulo: Malheiros, 2003.

SZTAJN, Rachel. *Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários*. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: nº 135, ano XLIII, jul.-set. 2004. p. 136-148.

TRINDADE, Marcelo F. *O Papel da CVM e o Mercado de Capitais*. In: JAIRDO SADDI (org.). **Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos**. São Paulo: IOB. 2002.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007.