FGV DIREITO SP

MESTRADO PROFISSIONAL

Plataformas de investimentos transnacionais: os limites de atuação dos intermediários brasileiros em relação a investimento direto em valores mobiliários no exterior

Lucas Rafael Peres

Projeto de dissertação apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP.
Versão de 30.06.2022

1. Tema, contexto e delimitação de escopo

Em 23 de fevereiro de 2021, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") decidiu, em caráter definitivo, sobre a regularidade da oferta de serviços de intermediação de valores mobiliários por intermediário estrangeiro, por meio de parceria com instituição intermediária nacional[1].

Ao se analisar o contexto fático que motivou a decisão, nota-se, de um lado, o crescente interesse de investidores residentes no Brasil por produtos financeiros emitidos e negociados em mercados estrangeiros, em especial o dos Estados Unidos da América ("EUA"), e de outro, empreendedores que desenvolveram modelos de negócios com o objetivo de atender a essa demanda, entre eles os que estão à frente da Avenue Securities e da Stake, ambas citadas nos Processos SEI 19957.010715/2018-37 e 19957.000495/2019-14 – no âmbito dos quais a decisão do Colegiado foi proferida.

A decisão representa um importante passo, sob a perspectiva da regulação, ao permitir que, desde que atendidos os requisitos fixados pelo colegiado da CVM, entre eles, a contratação de uma instituição local, ao amparo do parecer de Orientação da CVM n. 33/2005, instituições estrangeiras possam oferecer, no Brasil, seus serviços de intermediação e corretagem com valores mobiliários prestados nos seus países de origem, por meio de suas ferramentas e plataformas (*i.e.*, *home broker*).

Na prática, a decisão do regulador acaba por estimular o ingresso de novos participantes no segmento de investimentos internacionais, entre eles tradicionais conglomerados brasileiros[2], bem como o surgimento de outros modelos de negócio inovadores com o objetivo oferecer a possibilidade de que residentes no Brasil possam negociar com valores mobiliários estrangeiros, mediante celebração de parcerias, conforme o *safe Harbour* instituído pelo regulador, porém, com características distintas do modelo das duas instituições estrangeiras que inspiraram a decisão do Colegiado da CVM.

---

[1] Cf. Ata de Reunião do Colegiado nº 8 de 23 de fevereiro de 2021, disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210223_R1.html, acesso em 30.06.2022

[2] Cf. "XP Inc. (XPBR31) lança conta internacional de investimentos" em https://www.infomoney.com.br/negocios/xp-inc-xpbr31-lanca-conta-internacional-de-investimentos/

Cita-se, por exemplo, os casos do Banco Inter (BIDI11)[3] e da Warren Brasil[4], cujas formas de atuação diferem dos modelos incialmente avaliados pela CVM nos Processos SEI 19957.010715/2018-37 e 19957.000495/2019-14, na medida em que a interface com os clientes residentes no Brasil passa a ser totalmente realizada por meio do *home broker* sob gestão e controle da instituição sediada no País, a quem caberia rotear as ordens para instituições intermediárias estrangeiras, com as quais os clientes não mantém interação (apesar de manter relacionamento comercial), para fins de liquidação física e financeira das transações nos respectivos mercados internacionais, permitindo que os clientes tenham à disposição uma plataforma de investimentos transnacionais[5].

Nesse contexto, a questão central da pesquisa é delinear os limites de atuação da instituição intermediária local no desenvolvimento dessas plataformas de investimento transnacionais, sob a perspectiva da regulação[6] vigente, com o objetivo de avaliar a sua regularidade e, eventualmente, propor alterações regulatórias ou mesmo alternativas (por exemplo, no âmbito de *sandbox*) nesse cenário de inovação no sistema financeiro.

O modelo de pesquisa predominante será o de trabalho exploratório e será utilizada, ainda, metodologia descritiva qualitativa, podendo assumir caráter prescritivo quando a situação se mostrar ambígua ou obscura.

Recorrer-se-á, também, ao método dedutivo como critério referencial, definido pela investigação de um fenômeno a partir de premissas universais. O fenômeno é o surgimento de plataformas de investimento transnacionais sob gestão de instituições intermediárias locais. Já as premissas universais são as normas positivados no ordenamento jurídico aplicável, especialmente as disposições da Lei nº 6.385/76, da Lei nº 4.728/65, das Instruções e Pareceres de Orientação da CVM, quanto às regras aplicáveis sistema de distribuição de valores mobiliários brasileiro. Assim as constatações de cunho geral referentes à legislação e regulamentação aplicáveis ao sistema de distribuição de valores mobiliários brasileiro servem

---

[3] Cf. "Banco Inter terá home broker para clientes investirem em ações nos EUA", em https://neofeed.com.br/blog/home/banco-inter-tera-home-broker-para-clientes-investirem-em-acoes-nos-eua/ , acesso em 30.06.2022.

[4] Cf. "Warren Internacional abre lista de espera para o lançamento", em https://warren.com.br/magazine/warren-internacional-lista-de-espera/, acesso em 30.06.2022iun

[5] Transnacional na medida em que a partir de uma plataforma operada localmente (no Brasil), seria possível transacionar com valores mobiliários negociados em um ou mais mercados estrangeiros.

[6] Escolhemos utilizar o termo "regulação" por concordar com a visão de Otávio Yazbek, no sentido de que o termo engloba atividades estatais que vão desde a criação de normas (regulamentação), passando pela sua implementação por meio de atos administrativos e pela fiscalização de seu cumprimento, até a punição dos infratores. Para mais informações sobre esse tema, recomendamos consultar YAZBEK, Otavio. Regulação do mercado financeiro e de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 180.

de substrato nas construções de cunho particular, isto é, a (ir)regularidade da atuação das instituições intermediárias locais no âmbito das mencionadas plataformas.

A pesquisa terá como base a revisão bibliográfica, cujas fontes são doutrinas jurídicas, dissertações de mestrado, teses de doutorado, artigos científicos e periódicos especializados nas áreas que circundam o tema aqui abordado, bem como jurisprudência administrativa e manifestações do regulador. Serão analisados, também, legislação e regulamentação estrangeira, em especial dos EUA e do Reino Unido, com o objetivo de verificar a existência de modelos semelhantes naqueles países.

2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

Os quesitos preliminares e as respectivas fontes de pesquisa e formas de acesso são os seguintes:

2.1. Contextualização fática

Q.1) Existe um movimento de internacionalização das carteiras de investimento?

Q.2) Como esse movimento vem sendo comercialmente explorado por participantes do mercado?

Q.3) É lícito a uma instituição integrantes do sistema de valores mobiliários brasileiro oferecer serviços de intermediação prestados no exterior a seus clientes no Brasil?

F.1) Pesquisa em periódicos especializados em finanças, negócios e inovação (por exemplo, Valor Econômico, Bloomberg Línea, Neo Feed, entre outros);

F.2) Entrevistas com representantes de instituições intermediárias brasileiras e corretoras estrangeiras com foco em brasileiros;

F.3) Doutrinas jurídicas, dissertações de mestrado, teses de doutorado e artigos científicos; e

F.4) Legislação e regulamentação brasileiras bem como jurisprudência administrativa e manifestações do regulador.

2.2. Referencial teórico-normativo

Q.1) Qual o fundamento legal e o entendimento da CVM a respeito da oferta de investimentos estrangeiros no Brasil?

Q.2) Quais são as atividades permitidas às instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários?

Q.3) Quais são os elementos que caracterizam a intermediação com valores mobiliários?

Q.4) As instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários podem prestar seus serviços por meio de plataformas eletrônicas? Se sim, como?

Q.5) Quais as questões jurídicas relevantes ou com potencial de problematização?

F.1) Doutrinas jurídicas, dissertações de mestrado, teses de doutorado e artigos científicos;

F.2) Legislação e regulamentação brasileiras bem como jurisprudência administrativa e manifestações do regulador;

2.3. Abordagem analítica

Q.1) Qual o papel de cada instituição no desenvolvimento das parcerias para oferta de serviços de intermediação no exterior, de acordo com a regulação local?

Q.2) Como o tema tem sido abordado pelos legisladores e reguladores dos EUA e do Reino Unido?

Q.3) Quais os limites de atuação do intermediário brasileiro para que não reste configurada infração administrativa ou prática de crime contra o sistema financeiro?

F.1) Doutrinas jurídicas, dissertações de mestrado, teses de doutorado e artigos científicos;

F.2) Legislação e regulamentação brasileiras bem como jurisprudência administrativa e manifestações do regulador; e

F.5) Legislação e regulamentação estrangeira e materiais produzidos por escritórios de advocacia estrangeiros sobre o tema.

2.4. Recomendações finais

Q.1) Existem alternativas regulatórias para o desenvolvimento de plataformas de investimento transnacionais operadas por instituição intermediária local?

F.1) Doutrinas jurídicas, dissertações de mestrado, teses de doutorado e artigos científicos; e

F.2) Legislação e regulamentação brasileiras bem como jurisprudência administrativa e manifestações do regulador.

3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

Conforme mencionado na seção 1 acima, a decisão do Colegiado da CVM, em termos práticos, institui um *safe Harbour* para o desenvolvimento de modelos de negócio que possibilitem o acesso direto, por residentes no Brasil, a mercados de valores mobiliários estrangeiros, em especial, em países com economias e mercados mais maduros.

Antes da decisão do Colegiado da CVM, verificava-se a presença de poucos participantes no mercado de investimentos internacionais direcionados a investidores de varejo no Brasil, entre eles, Avenue Securities, Stake e Passfolio. Nota-se o ingresso de cada vez mais participantes no mercado de investimentos internacionais, desde conglomerados tradicionais, como é o caso da XP Inc., quanto *fintechs*, como é o caso do Banco Inter e da Warren Brasil (todos também mencionados no tópico acima).

Além disso, o autor, no âmbito de sua experiência profissional, tem notado o aumento de demandas de instituições intermediárias locais e estrangeiras relacionadas a consultas em matéria regulatória e estruturação de modelos de negócio que circundam esse tema.

A diversificação geográfica da carteira de investimentos, isto é, a alocação de parte do patrimônio em ativos estrangeiros, parece ser uma tendência no Brasil e representa um movimento de inovação dentro do sistema financeiro, em especial, no de distribuição de valores mobiliários. As plataformas de investimento transnacionais, igualmente, mostram-se como uma das inovações dentro desse novo nicho de mercado e podem representar diferencial importante no que toca aspectos concorrenciais.

Logo, compreender os limites de atuação das instituições responsáveis por esses arranjos se mostra relevante na medida em que modelos de negócio duradouros devem ser desenvolvidos de forma juridicamente sustentável.

Assim, parece evidente a relevância prática do estudo pretendido, especialmente em função da existência de pouca literatura jurídica sobre o tema – nesta data, não se localizou obras específicas sobre o assunto, exceto livro publicado pelo próprio autor que aborda a legalidade de atuação de intermediários estrangeiros na prospecção de clientes no Brasil ao amparo do Parecer de Orientação n. 33.

4. Familiaridade com o objeto da pesquisa

O autor é advogado em São Paulo e atua na prática de Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais. Assessora clientes locais e estrangeiros sobre estruturação jurídica de modelos de negócio envolvendo intermediação de valores mobiliários, inclusive o de corretora estrangeira pioneira no atendimento a clientes locais, participando de interações com CVM que culminaram na decisão do Colegiado da CVM de 23.02.2021. Também já assessorou a ANBIMA sobre temas associados. É autor do livro "Investimento Direto em Ativos Estrangeiros", publicado pela Editora Almedina em 2021.

5. Bibliografia preliminar

ABRÃO, Nelson. *Direito Bancário*. 16. ed. rev. atual. e ampl. pelo Desembargador Carlos Henrique Abrão. São Paulo: Saraiva, 2016.

BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (organizadores). *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico*. Rio de Janeiro, Contra Capa Livraria, 2005.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. 1ª Edição, Rio de Janeiro: CVM, 2017.

_____. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 4ª Edição, Rio de Janeiro: CVM, 2019.

CARVALHO, Matheus. Manual de direito administrativo. 3. Ed. rev., ampl. e atual. Salvador: Juspodivm, 2016.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de direito comercial: direito de empresa*. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

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

DUTRA, Pedro. *Livre concorrência e regulação de mercados: estudos e pareceres***.** Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais***.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

_____; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico***.** 3ª Edição, revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços***.** 18ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988 (interpretação crítica).* São Paulo: Malheiros, 1998.

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. *Processo Sancionador e Mercado de Capitais. Estudo de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais.* São Paulo: Dialética, 1999.

NODA, Margareth. Em tese de mestrado 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.

NOGAMI, Otto; PASSOS, Carlos Roberto Martins. *Princípios de Economia***.** 7. Ed., rev. – São Paulo, SP: Cengage Learning, 2016.

NOVELINO, Marcelo. *Curso de direito constitucional*. 11. Ed. rev., ampl. e atual. Salvador: Juspodivm, 2016.

NUSDEO, Fabio (coordenador). *O Direito Econômico na Atualidade*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

OIOLI, Erik Frederico (coordenador). *Manual de direto para startups.* 2. Ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

PEREIRA DE SOUZA, Sérgio Augusto G. *Premissas de direito econômico.* Belo Horizonte: Fórum, 2009.

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

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais*. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2016.

ROCCA, CARLOS A. *Mercado de Capitais Eficiente: Condição para o Crescimento Sustentado.* XVI Fórum Nacional de Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social. Rio de Janeiro, mai. de 2020.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática.* 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

6. Cronograma de execução

	2022					2023												2024					
Atividade	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	Horas
Pesquisa e revisão bibliográfica																							90h
Entrevistas																							15h
Reuniões com orientador(a)																							5h
Elaboração e revisão da versão preliminar																							12h
Elaboração e revisão da versão intermediária																							20h
Elaboração e revisão da versão provisória																							40h