

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O INVESTIDOR BRASILEIRO E O MERCADO OFF-SHORE

Julia Ribeiro Ferreira

No. de matrícula: 0612273-5

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Junho de 2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O INVESTIDOR BRASILEIRO E O MERCADO OFF-SHORE

Julia Ribeiro Ferreira

No. de matrícula: 0612273-5

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Junho de 2010

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

Agradecimentos

AGRADEÇO A MINHA ORIENTADORA E PROFESSORES PELAS DIREÇÕES E ENSINAMENTOS QUE ME GUIARAM NESTE TRABALHO. AGRADEÇO A MINHA FAMÍLIA EM ESPECIAL PELO APOIO E PATROCÍNIO AO LONGO DOS ANOS DE FACULDADE E AOS MEUS AMIGOS E NAMORADO PELA COMPREENSÃO E MOTIVAÇÃO.

SUMÁRIO:

Capítulo 1.	Introdução	6
Capítulo 2.	Análise da Conjuntura Atual	8
Capítulo 2.1	Capital Legal X Capital Ilegal	10
Capítulo 2.2	O Capital Legal	10
Capítulo 2.2.1	Logradouros do Capital Legal: RMCCI	10
Capítulo 2.2.2	A Lei de Lavagem de Dinheiro	13
Capítulo 2.3	Capital Ilegal - Meios Escusos	14
Capítulo 2.3.1	O Mercado Paralelo de Câmbio	14
Capítulo 2.3.2	Back to Back Ilegal	15
Capítulo 2.3.3	Internação via Eurobônus	15
Capítulo 3.	A Questão Reguladora e Fiscalizadora do Capital	17
Capítulo 3.2	Instituições de Controle do Mercado Financeiro e dos Intermediadores Financeiros	18
Capítulo 3.2.1	SEC - Securities And Exchange Commission	19
Capítulo 3.2.2	FINRA - Financial Industry Regulatory Authority	19
Capítulo 3.2.2.1	TRACE - “Trade Reporting and Compliance EngineTM”	20
Capítulo 3.2.3	CIMA - Cayman Islands Monetary Authority	20
Capítulo 3.3	Instituições de Controle dos Fluxos Internacionais de Capitais	21
Capítulo 3.3.2	COAF - “Conselho de Controle das Atividades Financeiras”	22
Capítulo 3.3.2	BSA - (“Bank Secrecy Act”) e Patriot Act	23
Capítulo 4.	A Questão Tributária	24
Capítulo 4.1	Contas Off-Shore X Não Off-Shore	25
Capítulo 4.2	Paraísos Fiscais	26

Capítulo 5.	Definição do mercado de interesse	30
Capítulo 5.1	Tipos de Produtos Disponíveis para o Investidor Brasileiro no Exterior	30
Capítulo 5.1.1	ADRs Brasileiras	30
Capítulo 5.1.2	Eurobônus	34
Capítulo 5.1.3	Derivativos	35
Capítulo 5.1.4	Fundos de Investimentos	36
Capítulo 6.	Estudos Empíricos	37
Item 1.	A respeito de usar ou não datas de feriados descasados	38
Item 2.	Em relação a correlação das variáveis	42
Item 3.	O Impacto da Crise do Subprime	44
Item 4.	O Impacto do IOF	46
Item 5.	O Impacto das eleições	47
Item 6.	Análise geral	51
Item 7.	Sobre a questão de estudar o comportamento da Renda Fixa	52
Capítulo 7.	Conclusão	53
Bibliografia		55

Capítulo 1. Introdução

O foco deste trabalho se dá na investigação do investidor brasileiro e sua opção de investir localmente no Brasil ou investir no Brasil através do mercado off-shore. Para isso se apresenta o mercado off-shore e brasileiro em uma visão mais geral, a questão regulatória e tributária como aspectos importantes dessa decisão e finalmente a gama de opções de investimentos disponíveis em cada um destes mercados e suas diferenças em questão de riscos e performance.

Na seção 2 será feita uma análise macro da conjuntura atual do mercado off-shore e sua relação com o investidor de nacionalidade brasileira. Será argumentado que devido a características próprias da história nacional e da trajetória econômica vivida pelo país existiu um movimento de fuga de capitais para fora do Brasil.

A saída deste capital ocorreu tanto de maneira lícita como ilícita. Ao longo da seção definiremos a diferença do capital legal e ilegal com base na legislação do país e como se dão as movimentações e manipulações tanto do dinheiro de boa procedência quanto o dinheiro de má ascendência.

Na seção 3 será esmiuçada a questão reguladora e fiscalizadora do capital. Defenderemos que com a evolução dos mercados financeiros e o crescente movimento de globalização, acelerado por inovações tecnológicas que diminuíram as distâncias e reduziram fronteiras, o capital ilegal encontrou aí forças nas brechas de um novo mercado ainda mal regulado. Os governos de diversos países perceberam que era necessária a união para que houvesse uma regulação integrada e transnacional a fim de evitar que este capital ilícito passasse livremente, sonegando impostos a sua pátria mãe e até mesmo, muitas vezes financiando o tráfico de entorpecentes e o terrorismo.

Separaremos as instituições entre dois grupos: Aquelas que são responsáveis pelo controle e regulação do mercado financeiro e dos intermediadores financeiros em seu papel de cuidar e investigar para que a procedência de capital de seus clientes seja limpa e que estes estejam declarando tais fundos; E aquelas instituições que focam no controle dos fluxos internacionais de capitais.

Julgou-se necessária tal investigação e definição de tais instituições porque deve se a este esforço global de rastreamento e controle dos fluxos de capitais a má fama dos países e do mercado off-shore. Por estar dentro de seu arcabouço grande sigilo e proteção ao investidor tais países e estruturas off-shore acabam sendo utilizadas para

fins ilegais. Julgou-se igualmente interessante costurar algumas informações de difícil acesso sobre tal mercado, que se tratando de um mercado cuja legalidade é uma linha tênue e facilmente rompida, possui a sua volta muita camuflagem e segredos.

Adicionalmente os estudos da fiscalização e do controle dos capitais servem para explicar a decisão de se constituir empresas dentro de uma jurisdição off-shore, pois à medida que estas ao sofrer menos regulação são menos onerosas tem em represália o fato de por estarem fora de regulação mais firme podem se deparar com barreiras na hora de serem aceitas como contraparte impedindo possíveis negócios.

Na seção 4 a questão tributária entrará em cena como um importante elemento na escolha de se constituir empresa no off-shore ou não. Neste momento serão apresentados os países considerados paraísos fiscais e como eles se diferem de maneira geral no que se refere principalmente a sua tributação. Esta seção se justifica por ser a facilidade tributária um dos principais atrativos desses países.

Na seção 5 definiremos o mercado de interesse deste estudo como sendo o mercado off-shore de investimentos e sua relação com os investidores brasileiros, ou seja, quais os produtos deste mercado que servem para atender investidores do off-shore que querem investir em ativos de risco Brasil.

Na seção 6 será feito um estudo empírico entre as cinco American Depositary Receipts (ADRs) brasileiras mais negociadas e suas respectivas ações subjacentes. Este estudo teve como objetivo avaliar diferenças de desempenho entre cada ADR e sua ação respectiva na BOVESPA sujeitas a variáveis como câmbio, o índice de risco Brasil calculado pelo JP Morgan e a volatilidade do câmbio e a momentos pontuais como a Crise Eleitoral em 2002 e a Crise do Subprime em agosto de 2008.

Capítulo 2. Análise da Conjuntura Atual

Nesta seção pretendemos prover aos leitores uma espécie de vôo de pássaro sobre a conjuntura atual do mercado off-shore no que se refere ao seu relacionamento com o investidor brasileiro.

O alto custo de capitação no Brasil e o bom momento do País como um dos principais focos de investimento do mundo abriu um grande leque de opções de investimentos brasileiros no mercado estrangeiro e local. Tais fatores acrescidos ao crescimento do mercado financeiro mundial nas últimas décadas, alavancado pela crescente integração das economias mundiais e pelos desenvolvimentos tecnológicos que eliminaram as barreiras geográficas, introduziram uma dinâmica e um alcance aos fluxos de capitais globais.

No passado o Brasil viveu maus momentos econômicos, quando a instabilidade do câmbio brasileiro e os momentos de alta inflação provocaram o medo nos investidores, inclusive o poupador brasileiro, o que gerou uma fuga de capitais para o exterior. Atualmente a conjuntura econômica brasileira é de estabilidade e ocorre o movimento inverso ao do passado, o Brasil tem sido alvo de investimentos recebendo grande entrada de capitais. O mercado financeiro brasileiro hoje é um dos maiores do mundo, a bolsa de valores é bem estruturada e existe no país um forte regime de controle de risco. Pode-se dizer que as instituições reguladoras e fiscalizadoras fizeram bem sua parte.

O capital residente no Brasil traz diversas possibilidades de investimento brasileiro tais como ações, títulos públicos, títulos privados, fundos de investimentos e derivativos, todos esses ativos negociados em reais.

No caso do capital não residente resta a possibilidade deste ser investido diretamente no mercado interno através da Resolução 2.689 que qualifica investidores estrangeiros (institucionais e individuais) a investir nos mesmos produtos disponíveis para os investidores residentes no Brasil. Em ambos os casos o dinheiro é convertido em real via instituição autorizada pelo Banco Central e as operações são cadastradas e rastreáveis sujeito a tributação brasileira destinada a estrangeiros (tal qual a alíquota de IOF).

Existe ainda a possibilidade de investir em ativos lastreados em empresas brasileiras (ou no próprio governo brasileiro), mas lançados em moeda estrangeira e negociados em bolsa e/ou balcão estrangeiro. Este é o caso das ADRs (American

Depository Receipts), Global bonds, Eurobonds, Fundos de Investimento off-shore com foco em Brasil e derivativos (todos esses produtos serão definidos e aprofundados em capítulos posteriores). Ou seja, o investidor pode assumir o risco Brasil sem investir na moeda brasileira, nem estar sujeito às regras e tributações brasileiras.

O atual favoritismo nos investimentos para ativos financeiros brasileiros sugere que os investidores brasileiros que estejam confortáveis com o risco cambial e legal brasileiro investiriam de maneira direta no mercado doméstico, logo não teriam seu dinheiro aplicado em fundos off-shore que possuam sua carteira formada por títulos brasileiros. Isso, contudo, não reflete totalmente a realidade. Existem investidores brasileiros que aplicam em fundos off-shore com foco em Brasil. Neste caso se trata em vasta maioria de clientes que já têm recursos estabelecidos no exterior. Este é o caso, por exemplo, de empresas que têm subsidiárias estrangeiras e geram recursos no exterior. Estas optam por aplicar em um fundo off-shore com papéis brasileiros, com a facilidade de não ter que pagar os custos de internação deste capital.

O patrimônio dos fundos off-shore representou 3,5% do total do mercado brasileiro em janeiro de 2010. Um ano antes, esse percentual estava próximo de 2% (Fonte: Folha de S.Paulo - Fenacon Notícias Externas - Estrangeiro compra papéis no exterior para fugir do IOF - 24 de janeiro de 2010). Esse aumento se deu em parte porque desde outubro de 2009 começou a ser cobrada uma alíquota de IOF (Imposto sobre Operação Financeira) de 2% para investimentos financeiros em renda variável. Alguns dos fundos mais importantes do Brasil possuem fundo espelho “off-shore”¹. Exemplos: Advis Macro Brazil Fund; Kondor Fund Spc; Gap International Inv Fund A; Arx Brazil Fund - Multi Strat; BBM Gauss Fund; Nobel Brazil - Nobel Strateg dentre outros.

Para o investidor brasileiro de menor porte, que realiza suas aplicações por meio dos bancos locais, o mais próximo que se pode encontrar de um fundo off-shore no mercado doméstico são fundos da categoria “Multimercado” que alocam parte de sua carteira em ativos no exterior (até 20% de acordo com a Instrução 450 da CVM), fundos classificados como “Dívida Externa” (até 100%) e fundos com outras classificações (como por exemplo, de “Renda Fixa” ou “Ações” aos quais é permitido investir até 10% de seu patrimônio em ativos negociados no exterior). Isso se tornou possível desde 2007, quando a CVM pôs em vigor a Instrução 450/07.

¹ Replica a mesma estratégia que um fundo doméstico, porém sediado no exterior.

Para investidores qualificados de grande porte, em 20 de fevereiro de 2008 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou a Instrução nº 465². O principal objetivo da nova Instrução é permitir que fundos de investimento de qualquer classe possam aplicar, ilimitadamente, seus recursos em ativos financeiros no exterior, ou seja, até 100% de seu capital. Para ter esta permissão, os fundos precisam ser destinados exclusivamente a investidores qualificados e exigir aplicação mínima inicial de R\$ 1 milhão.

O Foco do trabalho será a análise do capital que pretende correr o risco de ativos brasileiros, porém sem ficar/entrar no país. Para restringir ainda mais o foco de análise, o mercado de derivativos e fundos de investimentos não serão muito aprofundados nos demais capítulos.

Capítulo 2.1 Capital Legal X Capital Ilegal

Definimos aqui a diferença entre o capital registrado e de origem lícita versus o capital não registrado e/ou de origem ilícita.

Capítulo 2.2 O Capital Legal

O Capital Legal ao qual este trabalho se refere é aquele que tem origem lícita e é movimentado, investido e transferido de acordo com as leis previstas pela regulamentação brasileira e é declarado e tributado de acordo com as mesmas.

Capítulo 2.2.1 Logradouros do Capital Legal: RMCCI

Realizar remessas de recursos ao exterior é um artifício perfeitamente legal, desde que estas sejam efetuadas em observância às disposições regulamentares do Banco Central do país remetente. Isto é, toda e qualquer operação que envolver o ingresso de recursos no Brasil ou a saída destes recursos para o exterior deve ser feita de acordo com os dispositivos regulamentares do BACEN.

² Instrução que modifica as Instruções 409/04 e 438/06. Fonte: CVM

A regulamentação brasileira autoriza as pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no país a efetuar transferências para o exterior em moeda nacional e estrangeira, por meio de bancos e instituições específicas autorizadas pelo BACEN a operar no mercado de câmbio.

O fluxo legal de capital é aquele que segue o RMCCI (“Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais”) instituído pela Circular 3.280, de 09.03.2005, com os três seguintes títulos:

“Título 1 - Mercado de Câmbio: Abrange as operações de compra e de venda de moeda estrangeira, as transferências internacionais em reais e as operações envolvendo ouro-instrumento cambial, bem como as matérias necessárias ao seu regular funcionamento;”

Nesta seção é válido destacar:

“As operações do mercado de câmbio de que trata o presente Regulamento devem ser realizadas exclusivamente por meio de agentes autorizados pelo Banco Central do Brasil para tal finalidade.” (...)

“É permitido às pessoas físicas e jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no País pagar suas obrigações com o exterior:

- 1) em moeda estrangeira, mediante operação de câmbio.
- 2) em moeda nacional, mediante crédito à conta corrente titulada pela pessoa física ou jurídica residente, domiciliada ou com sede no exterior, aberta e movimentada no País nos termos da legislação e regulamentação em vigor.
- 3) com utilização de disponibilidade própria, no exterior, observadas, quando for o caso, disposições específicas contidas na legislação em vigor.”(...)

“Título 2 - Capitais Brasileiros no Exterior: Contempla os valores de qualquer natureza, os ativos em moeda, os bens e os direitos possuídos fora do território nacional por pessoas físicas e jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no Brasil.” (...)

Nesta seção é válido destacar:

“1. As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, autorizadas a operar no mercado de câmbio, podem dar curso, por meio de banco autorizado a operar no mercado de câmbio, a transferências para o exterior em moeda nacional e em moeda estrangeira de interesse de pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no País, devendo, para aplicação nas modalidades tratadas neste título, observar as disposições específicas de cada capítulo. (NR)

2. Aplica-se às transferências referidas no item anterior, adicionalmente, o seguinte:

a) As transferências financeiras relativas às aplicações no exterior por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil devem observar a regulamentação específica;

b) Os fundos de investimento podem efetuar transferências do e para o exterior relacionadas às suas aplicações fora do País, obedecida a regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários e as regras cambiais editadas pelo Banco Central do Brasil;

c) As transferências financeiras relativas a aplicações no exterior por entidades de previdência complementar devem observar a regulamentação específica.

3. Os pagamentos e recebimentos referentes às operações de que trata este título, quando em moeda nacional, devem ser efetuados mediante movimentação em conta corrente, no País, titulada por pessoa física ou jurídica, residente, domiciliada ou com sede no exterior, mantida e movimentada nos termos da legislação e regulamentação em vigor.

4. As pessoas físicas e jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no Brasil, que possuam valores de qualquer natureza, ativos em moeda, bens e direitos fora do território nacional, devem declará-los ao Banco Central do Brasil, na forma, periodicidade e condições por ele estabelecidas.

5. É facultada a reaplicação, inclusive em outros ativos, de recursos transferidos a título de aplicações, assim como os rendimentos auferidos no exterior, desde que observadas as finalidades permitidas na regulamentação pertinente.

6. Sem prejuízo da regulamentação em vigor sobre a matéria, os investidores residentes, domiciliados ou com sede no País devem manter os documentos que amparem as remessas efetuadas, à disposição do Banco Central do Brasil pelo prazo de 5 (cinco) anos, devidamente revestidos das formalidades legais e com perfeita identificação de todos os signatários.

7. As operações de que trata este título devem ser realizadas com base em documentos que comprovem a legalidade e a fundamentação econômica da operação, bem como a observância dos aspectos tributários aplicáveis, cabendo à instituição interveniente verificar o fiel cumprimento dessas condições, mantendo a respectiva documentação em arquivo no dossiê da operação, na forma da regulamentação em vigor. (NR)” (...)

“Título 3 - Capitais Estrangeiros no País: trata dos investimentos externos ingressados no Brasil e de outros recursos captados no exterior na forma da legislação e regulamentação em vigor.”

Capítulo 2.2.2 A Lei de Lavagem de Dinheiro

No dia 3 de março de 1998, o Brasil, dando continuidade a compromissos internacionais assumidos a partir da assinatura da Convenção de Viena de 1988, aprovou, com base na respectiva Exposição de Motivos, a Lei de Lavagem de Dinheiro ou Lei nº 9.613, posteriormente alterada pela Lei nº 10.467, de 11.06.02.

Essa lei tipifica o crime de "Lavagem" de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, no que se refere a atos com propósito de legalização de recursos provenientes dos crimes antecedentes previstos na mesma. De acordo com a COAF o crime de lavagem de dinheiro caracteriza-se por um conjunto de operações comerciais ou financeiras que buscam a incorporação na economia de cada país, de modo transitório ou permanente, de recursos, bens e valores de origem ilícita e que se desenvolvem por meio de um processo dinâmico que envolve, teoricamente, três fases independentes que, com frequência, ocorrem simultaneamente.

A lei supracitada atribuiu às pessoas jurídicas de diversos setores econômico-financeiros maiores responsabilidades na identificação de clientes e manutenção de registros de todas as operações e na comunicação de operações suspeitas, sujeitando-as ainda às penalidades administrativas pelo descumprimento das obrigações.

Para efeitos de regulamentação e aplicação das penas, o legislador preservou a competência dos órgãos reguladores já existentes, cabendo ao COAF a regulamentação e supervisão dos demais setores.

Para disfarçar os lucros ilícitos sem comprometer os envolvidos, a lavagem de dinheiro realiza-se por meio de um processo dinâmico que requer: primeiro, o distanciamento dos fundos de sua origem, evitando uma associação direta deles com o crime; segundo, o disfarce de suas várias movimentações para dificultar o rastreamento desses recursos; e terceiro, a disponibilização do dinheiro novamente para os criminosos depois de ter sido suficientemente movimentado no ciclo de lavagem e poder ser considerado "limpo".

As três fases da Lavagem de dinheiro (fonte: COAF):

1. **Colocação** – Objetivando ocultar sua origem, é feita a movimentação do dinheiro em países com regras mais permissivas e naqueles que possuem um sistema financeiro liberal, geralmente “off-shore”. A colocação pode ser feita por meio de depósitos, compra de instrumentos negociáveis ou compra de bens.

2. **Ocultação** – Consiste em dificultar o rastreamento contábil dos recursos ilícitos. O objetivo é quebrar a cadeia de evidências ante a possibilidade da realização de investigações sobre a origem do dinheiro. A movimentação do capital é feita de forma eletrônica, transferindo os ativos para contas anônimas – preferencialmente, em países amparados por lei de sigilo bancário – ou realizando depósitos em contas “fantasmas”.

3. **Integração** – Os ativos são incorporados formalmente ao sistema econômico.

Capítulo 2.3 Capital Ilegal - Meios Escusos

Analogamente, o Capital Ilegal ao qual este trabalho se refere é aquele que tem origem ilícita e é movimentado, investido e transferido em desacordo com as leis previstas pela regulamentação brasileira e/ou não é declarado nem tributado de acordo com as mesmas.

Existem, no entanto, inúmeros meios ilegais para a movimentação de capital não declarado. A evolução tecnológica e a integração dos mercados abriram inúmeras brechas para que tais transferências possam ser feitas de maneira praticamente indetectável. Trataremos a seguir de algumas destas manobras que são utilizadas na tentativa de driblar a fiscalização e sonegar impostos.

Capítulo 2.3.1 O Mercado Paralelo de Câmbio

A forma mais tradicional e menos sofisticada de se internar dinheiro no país (exportar; movimentar entre países e etc.) é através de um intermediário que tenha as duas pontas: Alguém interessado em trocar dólares por real, por exemplo, e alguém interessado na troca inversa.

Este intermediário une as duas pontas através de contas situadas em paraísos fiscais e fica com um ganho sob forma de spread, isto é, na diferença entre o câmbio da compra e o da venda. Cada uma das pontas deposita o dinheiro respectivo em uma

dessas contas protegidas por sigilo bancário. Depois o dinheiro é trocado (em uma taxa inferior) através de um sistema de pagamentos que dificulte o rastro. Depósitos realizados através de caixas automáticos sem que o dinheiro tenha conta de origem revelada é um bom exemplo. Esse é o vulgarmente chamado mercado paralelo, ou “Black” de dólar e tal intermediário é conhecido por “doleiro”.

Capítulo 2.3.2 Back to Back Ilegal

Outra possibilidade para quando o agente possui uma empresa no país onde é regulado é um arranjo chamado de “Back to Back”. O termo “Back to Back” significa um empréstimo no qual duas empresas de países diferentes emprestam montantes de compensação entre si nas respectivas moedas. O objetivo desta operação é a proteção contra flutuações cambiais. Isto pode ser feito de maneira perfeitamente legal quando o câmbio é realizado através de algum intermediário habilitado pelo BACEN e reportado junto ao mesmo, neste caso se trata de um empréstimo válido entre duas empresas reais.

O Back to Back ilegal funciona na tentativa de se internar dinheiro no país sem pagar tributos ou explicar a procedência do mesmo. O agente possui uma empresa cujo porte permita que seja feito um empréstimo de uma quantia significativa. Ele então constitui uma empresa off-shore não regulada em algum paraíso fiscal e deposita o dinheiro que deseja internar. Através de um intermediador financeiro ele então é capaz de simular um empréstimo entre as empresas, ele está, no entanto, emprestando dele para ele mesmo. O empréstimo falso permite que ele possa utilizar o dinheiro por um período longo de tempo ele pode, por exemplo, renovar este “contrato” de empréstimo inúmeras vezes. Para manter a farsa ele paga cupons baixos (semestrais ou anuais) e estipula que a amortização (passível de nunca ser realizada) se dê apenas na maturidade do empréstimo. A ilegalidade ocorre na medida em que o empréstimo é um falso pretexto usado para movimentar um dinheiro não declarado.

Capítulo 2.3.3 Internação via Eurobônus

Funciona de maneira semelhante ao Back to Back, porém ao invés de se realizar um empréstimo estrutura uma emissão de um bônus da empresa local e a empresa off-shore compra 100% da emissão – os títulos da emissão podem ser

“vendidos” de maneira pulverizada dentre várias contas off-shore do mesmo agente para acrescentar veracidade.

Semelhante também ao “Back to Back” o dinheiro deve regressar aos seus “investidores”, caso isso não seja interessante para o agente, este pode decidir por emitir um bônus soberano e simular apenas um fluxo de cupom. Ou no caso de uma necessidade de ter o capital no país temporariamente, pode se emitir um bônus zero cupom com redenção de 100% do capital na data de vencimento.

Capítulo 3. A Questão Reguladora e Fiscalizadora do Capital

Nesta seção entraremos no aspecto da regulação do capital e das entidades que fiscalizam o capital. Expondo as limitações e dificuldades apresentadas ao fluxo de capital que se encontra cada vez mais rastreado e controlado pelas entidades fiscalizadoras.

No Brasil, cabe ao Banco Central do Brasil – BACEN o papel de supervisor da atividade bancária. Em 1998 com a quebra dos bancos Nacional, Econômico e Bamerindus se desencadeou um processo de remodelação da fiscalização financeira no país. A preocupação com a solvência das instituições se tornou premissa para os reguladores na reformulação da nova supervisão bancária a ser estabelecida. A adoção dos princípios da Basileia³ pelo Brasil foi um reflexo de tal sentimento.

Este acordo internacional foi uma resposta a integração dos mercados financeiros globais que junto a muitas inovações e facilidades de financiamento trouxeram também a preocupação da contaminação dos mercados e o aumento do risco sistêmico. Outros temas ligados à integração dos mercados vieram a se somar às preocupações em solidez dos governos e das autoridades supervisoras.

A corrupção, na medida em que não define regras claras e onera investimentos e operações em geral, torna-se um tema mundial, não mais restrito às fronteiras nacionais. A expansão dos negócios ilegais ligados ao crime organizado, como o tráfico de entorpecentes, a corrupção e a sonegação fiscal, favorecem-se do desenvolvimento do sistema financeiro internacional para incorporarem na economia dos países recursos, bens e serviços originários ou ligados a atos ilícitos. Isso porque a integração dos mercados e o avanço tecnológico em torno da movimentação financeira e dos fluxos de capitais também criaram espaço para mecanismos de camuflagem e possibilitaram maior facilidade na manipulação e no desaparecimento de rastros do dinheiro ilegal.

O esforço americano e de todo o mundo contra o terrorismo focaliza este segmento e tais preocupações levaram em 1988 à “Convenção contra o Tráfico Ilícito de Entorpecentes e de Substâncias Psicotrópicas”, assinada em Viena, na Áustria, no âmbito das Nações Unidas, e ratificada pelo Brasil por meio do Decreto 154, de

³ Oficialmente denominado International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, também designado por Acordo de Basileia ou Basileia I, foi um acordo firmado em 1988, na cidade de Basileia (Suíça), por iniciativa do Comitê da Basileia e ratificado por mais de 100 países. Este acordo teve como objetivo criar exigências mínimas de capital, que devem ser respeitadas por bancos comerciais, como precaução contra o risco de crédito.

26.06.91. A ameaça clara ao bem estar das nações deu origem a inúmeras instituições que visam controlar e regulamentar os mercados na intenção de expor e punir o Capital Ilegal⁴.

Nos Estados Unidos existem varias instituições de controle dos intermediadores financeiros, a tarefa de regulação é dividida por área de atuação no mercado financeiro. Cada tipo de instituição financeira deve se reportar a uma determinada entidade governamental de controle. Por exemplo, a comissão americana de commodities e futuros regulariza as instituições financeiras que atuam neste setor. O órgão central de controle dessas instituições é a SEC (Securities and Exchange Commission) que tem como objetivo principal proteger os investidores no que se refere a veracidade e a qualidade das informações disponíveis no mercado.

No âmbito da regulação do capital ilegal e da lavagem de dinheiro as regras são ditadas pela a BSA e pela Patriot Act, que estabelecem uma base de como deve ser a atuação das instituições financeiras no sentido de investigar e se certificar da “boa” procedência do capital de seus clientes. Estas regras atribuem às instituições parte da responsabilidade da fiscalização e da prevenção da lavagem de dinheiro.

No mercado off-shore a fiscalização e a regulação fica sob a responsabilidade das agencias de controle de cada jurisdição off-shore. Por exemplo, no caso do Uruguai fica a cargo do Banco Central Uruguaio e no caso das Ilhas Cayman essa tarefa é de responsabilidade da CIMA (Cayman Islands Monetary Authority).

Capítulo 3.2 Instituições de controle do mercado financeiro e dos intermediadores financeiros

Nesta seção o foco foi no caso americano, que por ser o país mais interconectado e de maior relevância para o mercado de estudo, sua regulação tem maior influência no mercado externo como um todo. A seguir os casos específicos da SEC, da FINRA e do sistema TRACE.

No caso das jurisdições “off-shore”, estas possuem caso a caso instituições específicas para cada país (ou região no caso das zonas francas) para a regulação e o controle das instituições financeiras domiciliadas em seus territórios. A seguir o exemplo da CIMA a autoridade monetária das Ilhas Cayman será brevemente abordada.

⁴ A ser definido ao longo deste trabalho.

Capítulo 3.2.1 SEC - Securities And Exchange Commission

A Comissão de Títulos e Bolsas (“Securities And Exchange Commission” - SEC) é uma comissão governamental criada pelo congresso americano para regular o mercado financeiro e proteger os investidores. Adicionalmente monitora a fusão e aquisição de empresas nos EUA.

Cabe a SEC interpretar as leis federais de valores mobiliários; Criar regras novas e alterar as regras já existentes; Supervisionar a fiscalização de empresas de valores mobiliários, corretores, consultores de investimento e agências de rating; Supervisionar as organizações privadas de regulação dos valores mobiliários, contabilidade, auditoria e campos, e; Coordenar a regulação dos títulos junto às autoridades federais, estaduais e estrangeiras.

As responsabilidades da comissão estão organizadas em cinco divisões e 16 gabinetes, cada qual tem sua sede em Washington, DC.

Capítulo 3.2.2 FINRA - Financial Industry Regulatory Authority

A Autoridade de Regulação da Indústria Financeira (“Financial Industry Regulatory Authority” - FINRA) é o maior órgão regulador independente nos Estados Unidos. Criada em julho de 2007 através da consolidação da NASD⁵ e membro das funções de regulação, execução e arbitragem da Bolsa de Nova York. A FINRA é dedicada à proteção dos investidores e a integridade do mercado através da eficácia e eficiência da regulamentação, conjuntamente à disponibilidade de dados confiáveis, e cumprimento de serviços baseados na tecnologia.

A FINRA abrange praticamente todos os aspectos dos títulos de registro de empresas e educa os participantes da indústria para que estes possam analisar as empresas de valores mobiliários. Adicionalmente ela atua ao escrever regras; fazer cumprir essas regras e as leis federais de valores mobiliários; informar e educar o público investidor (fornecendo relatórios de comércio e indústria de utilitários de outros) e administrar o maior fórum de resolução de litígios para os investidores e as

⁵ *National Association Of Securities Dealers* (Associação Nacional de Negociadores de Valores Mobiliários) É uma organização auto-reguladora da indústria financeira responsável pela operação e regulação do mercado de ações Nasdaq e mercados de balcão.

empresas registradas. Também executa a regulação do mercado sob contrato para a bolsa de valores NASDAQ, a American Stock Exchange, a International Securities Exchange e a bolsa de Chicago.

Para empresas americanas financeiras, como é o caso das Broker Dealers (corretoras), ser membro da FINRA possibilita prestígio nas áreas de compliance⁶ de suas contrapartes, possibilitando muito mais negócios. Esse sentimento foi especialmente reforçado após a crise de 2008, quando o receio sobre a capacidade de crédito dos parceiros comerciais aumentou muito e os banqueiros tiveram que dar a suas áreas de compliance carta branca para impedir negócios e relações comerciais que apresentassem riscos desnecessários.

Capítulo 3.2.2.1 TRACE - “Trade Reporting and Compliance Engine™”

Um programa desenvolvido pela Associação Nacional de Securities Dealers (NASD), que permite o relato das operações relativas a títulos elegíveis de renda fixa de mercados de balcão (OTC). Corretoras, que são membros da FINRA e lidam com valores específicos de renda fixa, são obrigados a comunicar as suas transações de acordo com as regras da Securities and Exchange Commission (SEC). Estas regras foram desenvolvidas para trazer maior transparência dos preços nos mercados de dívida.

Capítulo 3.2.3 CIMA - Cayman Islands Monetary Authority

Comum a muitos países de economias de menor porte, em Cayman não existe uma agência especializada para regulação das Instituições financeiras. A CIMA é a autoridade monetária das Ilhas Cayman. Ela tem quatro âmbitos de responsabilidade (Fonte: Website oficial da CIMA):

Monetária - A emissão e resgate de Cayman Islands moeda e da gestão das reservas cambiais.

⁶ O departamento de compliance é responsável pela supervisão dos negócios e atividades da firma para assegurar que os funcionários e agentes da empresa estão cumprindo as normas e regulamentos da Securities and Exchange Commission.

Regulamentação - A regulamentação e supervisão dos serviços financeiros, o monitoramento do compliance através do cumprimento das regulações anti lavagem de dinheiro, garantir o cumprimento das políticas e procedimentos.

Cooperativa - A prestação de assistência para o exterior das autoridades reguladoras, incluindo a execução de memorandos para auxiliar na supervisão em base consolidada.

Consultivo - A emissão de pareceres ao Governo sobre economia monetária, assuntos regulatórios e cooperativos.

Capítulo 3.3 Instituições de Controle dos Fluxos Internacionais de Capitais

Na tentativa de regular os fluxos internacionais de capitais algumas instituições de regulação foram Instituídas. No Brasil existe a COAF, o Conselho de Controle de Atividades Financeiras, criado em 1998 no âmbito do Ministério da Fazenda com a finalidade de disciplinar, aplicar penas administrativas, receber, examinar e identificar ocorrências suspeitas de atividade ilícitas relacionada à lavagem de dinheiro.

Nos Estados Unidos existem a BSA (Lei do Sigilo Bancário) e a Patriot Act (Lei Patriota) que regulamentam e obrigam uma serie de instituições e agentes financeiros a relatar suas transações, realizar o “due diligence”⁷ dentre outras coisas.

Existem algumas agencias que efetivamente atuam na fiscalização do cumprimento dessas leis tal qual a “Commodity Futures Trading Commission” (CFTC)⁸ que regulamenta os mercados futuros de commodities.

Existem também instituições transnacionais como a Interpol e a Transparência Internacional. A Interpol é a maior organização policial do mundo, com 186 países-membros. Criada em 1923, ela facilita a cooperação policial transnacional, apóia e auxilia todas as organizações, na prevenção ou combate do crime internacional (tais como, lavagem de dinheiro). A Transparência Internacional é um organismo internacional que representa a sociedade civil na luta contra a corrupção, tem a missão

⁷ O “Due Diligence” é uma investigação ou auditoria de um investimento potencial, que serve para confirmar todos os fatos em relação a uma venda. O Due diligence é uma maneira de evitar danos desnecessários para ambas as partes envolvidas em uma transação.

⁸ Em português: Comissão de operações com contratos futuros de commodities.

de reunir todas as pessoas, entidades e governos no objetivo de diminuir (ou eliminar) o impacto desse crime no mundo.

Capítulo 3.3.2 COAF - “Conselho de Controle das Atividades Financeiras”

Como já havíamos mencionado no Brasil, o COAF é o principal órgão de controle e investigação de atividades ilícitas relacionadas à lavagem de dinheiro, Ele foi criado pela Lei nº 9.613, de 03.03.98 a fim de coordenar os vários órgãos governamentais incumbidos da implementação de políticas voltadas ao combate a este crime, entre eles tais como a Polícia Federal, a Receita Federal, a Controladoria-Geral da União, o Ministério Público e o BACEN. O COAF também coordena a participação do Brasil em várias organizações internacionais, tais como o FAFT-GAFI⁹, o GAFISUD¹⁰ e o Grupo de Egmont¹¹.

Além de definir o tipo penal lavagem de dinheiro, e seus crimes antecedentes, esta legislação inovou ao atribuir responsabilidade às instituições financeiras de manter controles internos capazes de detectar operações consideradas suspeitas e de denunciar tais operações ao BACEN. A fiscalização passa a atuar na avaliação dos sistemas de controle interno – o compliance – e na investigação dos casos denunciados pelas instituições financeiras (Circular 2852, do BACEN), em detrimento de uma atuação prospectiva e repressiva baseada na experiência de casos anteriores. (Fonte: Receita Federal do Brasil)

⁹ O Grupo de Ação Financeira contra a Lavagem de Dinheiro e o Financiamento do Terrorismo (GAFI/FATF) é uma organização intergovernamental cujo propósito é desenvolver e promover políticas nacionais e internacionais de combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento ao terrorismo.

¹⁰ Criado em 2000, o Grupo de Ação Financeira da América do Sul contra a Lavagem de Dinheiro e o Financiamento do Terrorismo (GAFISUD) é um órgão regional no estilo do GAFI/FATF que atua na América do Sul.

¹¹ Em reconhecimento aos benefícios adquiridos com o desenvolvimento da rede de unidades de inteligência financeira (FIUs, na sigla em inglês), um grupo de UIFs (na sigla em português) se reuniu em 1995 no Palácio de Egmont Arenberg em Bruxelas, Bélgica, e decidiu formar um grupo informal visando a estimular a cooperação internacional. Hoje conhecido como “Grupo de Egmont”, esse organismo reúne estas UIFs que se encontram regularmente para buscar formas de cooperar entre si, especialmente nas áreas de intercâmbio de informações, treinamento e troca de experiências. Atualmente, há 105 países com unidades de inteligência financeira (UIFs) reconhecidas pelo Grupo de Egmont e em operação, além de várias outras em fase de implantação.

Capítulo 3.3.2 BSA - (“Bank Secrecy Act”) e Patriot Act

A Lei americana do Sigilo Bancário (a BSA) é uma legislação governamental criada em 1970 para evitar que as instituições financeiras sejam utilizadas como ferramentas por criminosos para esconder ou lavar seus ganhos ilícitos. Para atingir tal objetivo a BSA exige aos bancos e a outras instituições financeiras o fornecimento de documentos (tais como os relatórios de transações de divisas), sempre que os clientes lidam com transações que envolvem quantias substanciais de dinheiro (10 mil dólares ou mais) que pareçam ser suspeitos.

Contudo não são todas as transações superiores a US \$ 10.000 que são obrigadas a ser documentadas. A BSA tem uma lista de exceções onde estão as instituições que não precisam de documentação (departamentos/ agências governamentais e empresas listadas nas principais bolsas norte-americanas são dois exemplos de partes isentas).

Após o atentado de 11 de setembro o governo do presidente Bush decretou o Patriot Act (Lei Patriota) que se destina a reforçar as medidas americanas para prevenir, detectar e reprimir lavagem internacional de dinheiro e o financiamento do terrorismo. Esses esforços incluem ferramentas de “Anti Lavagem de Dinheiro” (AML Anti-Money Laundry) que tem impacto sob as operações bancárias, financeiras e de investimentos.

Como resultado da Patriot Act, as instituições financeiras que são ou devem ser registrados¹² estão ou podem estar sujeitos a serem requisitados a estabelecer programas Anti Lavagem de Dinheiro, onde deve ser estabelecido um código de regras de compliance e um trabalho de KYC (Know your Client) identificando os clientes e os parceiros de negócios, reportar atividades suspeitas, verificar a identidade dos clientes, e a aplicar a “due diligence” para certos tipos de conta envolvendo estrangeiros. (Fonte: CFTF)

¹² Como por exemplo as futures commission merchants (FCMs), introducing brokers (IBs), commodity pool operators (CPOs), and commodity trading advisors (CTAs)

Capítulo 4 A Questão Tributária

Essa seção pretende abordar as diferenças entre a incidência tributária nos países de jurisdição off-shore, o que certamente se destaca como um dos principais atrativos destes países.

Especialmente no caso dos países menos desenvolvidos o sistema tributário é muitas vezes ineficiente e oneroso o que pode acarretar muitas vezes na inviabilidade de investimentos e no incentivo a fuga de capitais. O termo "planejamento tributário" pode ser definido como um conjunto de sistemas legais que visam diminuir o pagamento de tributos. O contribuinte tem direito de estruturar os seus negócios da maneira que lhe pareça mais oportuna, procurando a diminuição dos custos, inclusive dos impostos contanto que seja feito de forma lícita.

São considerados "paraísos fiscais" pela Receita Federal os países ou dependências que tributam a renda com alíquota inferior a 20%. O país, cuja legislação protege o sigilo relativo à composição societária das empresas, também é classificado pelo Brasil como "paraíso fiscal". Nota se então o forte elo entre a fuga da oneração tributária e a escolha de abertura de contas off-shore em paraísos fiscais. (fonte: Receita Federal)

Outro ponto de destaque nestas jurisdições em relação aos benefícios tributários é que a grande maioria das jurisdições off-shore não tributa os rendimentos e ganhos de capital auferido fora de seu território. Mesmo assim existem casos onde há sim incidência de impostos sob empresas off-shore. Por exemplo, no caso dos Fundos de Investimento e das ações brasileiras o governo tributa o lucro do investidor off-shore da mesma forma que tributa os lucros auferidos pelos investidores brasileiros, com alíquotas de IR¹³ de 15% no caso de investimentos em ação e à tabela regressiva¹⁴ do IR nos demais casos. Enquanto no caso de um investidor estrangeiro de país não off-shore (que portanto já esta sendo tributado em seu país de origem) não existe nenhuma carga

¹³ Imposto de renda.

¹⁴ Tabela regressiva do Imposto de renda:

22,5% para investimentos com prazo inferior de até 180 dias;

20% para investimentos com prazo de 181 dias até 360 dias;

17,5% para investimentos com prazo de 361 dias até 720 dias;

15% para investimentos com prazo acima de 720 dias.

extra de imposto (imposto de IR de 0%). Já no caso das ADRs embora não haja tributação sobre os lucros de performance do ativo, os dividendos pagos pelas empresas também incorrem de imposto.

Capítulo 4.1 Contas Off-Shore X Não Off-Shore

As operações efetuadas nas jurisdições "off-shore", desde que estabelecidas em observância às regras de direito internacional e às dos países envolvidos, são perfeitamente lícitas, já que o próprio direito internacional, por definição, estabelece a soberania dos países para legislar e praticamente todos os países reconhecem, em seus respectivos sistemas jurídicos.

As empresas "off-shore" têm essa denominação por geralmente estar prevista na legislação destes países a vedação a que tais empresas realizem negócios dentro da própria jurisdição do país em que fora constituída – daí o termo off-shore, que em inglês significa "fora das fronteiras", pois as empresas, por lei, devem praticar negócios apenas em outras jurisdições que não aquela em que fora constituída.

Esse tipo de corporação, para todos os fins, é uma pessoa jurídica, com personalidade jurídica própria, distinta da de seus sócios. Desta forma, tais empresas detêm o reconhecimento internacional, já que países soberanos e organizados num estado de direito dispõem de reconhecimento internacional para legislar e estabelecer as regras dentro de seus territórios. Uma vez previstas em lei e registradas de acordo com a lei dos países em que foram constituídas, têm nascimento uma pessoa jurídica com personalidade distinta da de seus sócios, apta a praticar todos os atos de direito civil atribuídos às pessoas jurídicas em geral. Elas dispõem de um contrato social (ou estatuto) com as regras claras do funcionamento da empresa (objeto social, prazo, administração, sede, sócios e outros) e são registradas no órgão de registro de comércio de seus países. Assim, uma vez constituída uma empresa, por exemplo, nas Ilhas Virgens Britânicas, pode esta abrir uma conta-corrente, adquirir imóveis em outros países, firmar contratos em geral, enfim, praticar todos os atos privativos de uma empresa com personalidade jurídica própria.

Não representa qualquer ilegalidade, a constituição de uma empresa nas Bahamas ou outra jurisdição off-shore por um brasileiro e o envio de recursos via RMCCI para a conta de sua empresa e uma vez estando os recursos capitalizados na empresa, esta dispõe de toda autonomia legal, desde que observados os estatutos sociais, para investir tais recursos da forma que lhe aprouver.

Capítulo 4.2 Paraísos Fiscais

Em 4 de junho de 2010 a Receita Federal divulgou a Instrução Normativa RFB nº 1.037 onde consta uma lista com os locais classificados como "paraísos fiscais". A relação está descrita abaixo (Fonte: COAF):

- I - Andorra;
- II - Anguilla;
- III - Antígua e Barbuda;
- IV - Antilhas Holandesas;
- V - Aruba;
- VI - Ilhas Ascensão;
- VII - Comunidade das Bahamas;
- VIII - Bahrein;
- IX - Barbados;
- X - Belize;
- XI - Ilhas Bermudas;
- XII - Brunei;
- XIII - Campione D'Italia;
- XIV - Ilhas do Canal (Alderney, Guernsey, Jersey e Sark);
- XV - Ilhas Cayman;
- XVI - Chipre;
- XVII - Cingapura;
- XVIII - Ilhas Cook;
- XIX - República da Costa Rica;
- XX - Djibouti;
- XXI - Dominica;
- XXII - Emirados Árabes Unidos;
- XXIII - Gibraltar;
- XXIV - Granada;
- XXV - Hong Kong;
- XXVI - Kiribati;
- XXVII - Lebuán;
- XXVIII - Líbano;
- XXIX - Libéria;

XXX - Liechtenstein;
XXXI - Macau;
XXXII - Ilha da Madeira;
XXXIII - Maldivas;
XXXIV - Ilha de Man;
XXXV - Ilhas Marshall;
XXXVI - Ilhas Maurício;
XXXVII - Mônaco;
XXXVIII - Ilhas Montserrat;
XXXIX - Nauru;
XL - Ilha Niue;
XLI - Ilha Norfolk;
XLII - Panamá;
XLIII - Ilha Pitcairn;
XLIV - Polinésia Francesa;
XLV - Ilha Queshm;
XLVI - Samoa Americana;
XLVII - Samoa Ocidental;
XLVIII - San Marino;
XLIX - Ilhas de Santa Helena;
L - Santa Lúcia;
LI - Federação de São Cristóvão e Nevis;
LII - Ilha de São Pedro e Miguelão;
LIII - São Vicente e Granadinas;
LIV - Seychelles;
LV - Ilhas Solomon;
LVI - St. Kitts e Nevis;
LVII - Suazilândia;
LVIII - Suíça;
LIX - Sultanato de Omã;
LX - Tonga;
LXI - Tristão da Cunha;
LXII - Ilhas Turks e Caicos;
LXIII - Vanuatu;

LXIV - Ilhas Virgens Americanas;

LXV - Ilhas Virgens Britânicas.

A maioria destes territórios tem em comum legislação societária e financeira flexíveis, sigilo bancário e profissional quase sempre muito rígido, liberdade cambial absoluta, além de eficientes sistemas financeiros e de comunicações e boa estabilidade política e social.

Na verdade, porém, se poderia dizer que boa parte dos Estados são, de certo modo, paraísos fiscais no que tange a setores ou vantagens específicas que oferecem: recorre-se ao Panamá e à Libéria para o desenvolvimento da marinha mercante; ao Luxemburgo e à Holanda, em razão do regime especialmente favorável das sociedades holding e da colocação de empréstimos externos; ao Liechtenstein, pelas vantagens que oferecem as suas sociedades, fundações e "Anstalten" à organização das fortunas privadas; à Suíça, pelos níveis moderados de tributação e pelo sigilo bancário; ao Uruguai, pela liberdade cambial irrestrita, abrangendo moedas inconvertíveis, pelo sigilo bancário.

Os países que prevêm em seu ordenamento a possibilidade de constituição de empresas "off-shore" possuem um arcabouço legal apto a dar a adequada proteção jurídica às empresas e a seus sócios, de forma que vêm nesta estrutura um importante meio de captação de investimentos estrangeiros em seus países. Assim, cada país possui sua legislação específica dando a alternativa aos investidores de optar por um ou outro país cujas características específicas do sistema "off-shore" mais lhe aprouver. Existem dois tipos de empresa off-shore no que se refere à exposição de seus sócios: Empresas nominativas, cujos sócios estão declarados no estatuto de incorporação da empresa e empresas com ações ao portador, que escondem a identidade de seus sócios.

Apesar da ampla resistência internacional, há poucos países que ainda possibilitam a constituição de empresas onde o investidor tem sigilo total de sua identidade (nos casos em que as ações são emitidas ao portador).

As ações ao portador, por impossibilitar a identificação da identidade dos sócios da empresas, é um instituto praticamente ultrapassado no direito internacional face ao aumento de atividades de terrorismo e lavagem de dinheiro, porém que ainda é previsto na legislação de poucos países como Belize, por exemplo. (Fonte: Fidelity Overseas Ltd)

Há outros países que prevêm ao investidor uma proteção especial em casos relativos a questões sucessórias. Por exemplo, há jurisdições que possuem "*forced heirship rules*", isto é caso determinado país emitir uma ordem judicial relativa a questões sucessórias quanto à partilha dos bens em benefício de determinado herdeiro, tais jurisdições garantem, legalmente, que prevalecerão as suas regras de direito e se respeitarão as instruções originais do sucessor dadas na jurisdição "off-shore", ainda que haja prejuízo a herdeiros legalmente reconhecidos no país de origem.

Capítulo 5 Definição do mercado de interesse

O mercado do qual este trabalho pretende tratar mais especificamente é o mercado off-shore e sua relação com investidores brasileiros.

Capítulo 5.1 Tipos de produtos disponíveis para o Investidor brasileiro no exterior

Existem muitas estruturas e produtos de investimento no mercado externo para pessoas que queiram investir em empresas, artigos e setores brasileiros. Certamente que os investidores brasileiros situados fora do país (seja fisicamente ou apenas virtualmente) não se prendem a investir somente em ativos brasileiros, mas devido a fatores como: O bom momento econômico do país; a alta taxa de juros; e a familiaridade que o investidor certamente sente em relação às empresas nacionais faz sentido estudar a vasta gama de opções para que tais investidores tenham para escolher.

Capítulo 5.1.1 ADRs Brasileiras

American Depositary Receipt (ADR): Em português “Recibo Depositário Americano”. Trata-se de um ativo americano que é uma reconfiguração de um ativo estrangeiro. Um banco americano cria um ADR com base na propriedade comprovada de um determinado número de ações no exterior, enquanto as ações subjacentes são mantidas em um depósito no país da empresa emissora. Investidores americanos então poderão comprar ações da empresa estrangeira sob a forma de um ADR. O certificado, a transferência, e as práticas de liquidação de ADRs são idênticos aos dos títulos americanos.

Muitas empresas brasileiras possuem ADRs na bolsa de valores americana Dow Jones. Exemplos: Vale, Petrobras, Gerdau, Companhia Siderúrgica Nacional, TAM, Itaú Unibanco, Bradesco, GOL, dentre muitas outras. De acordo com o último informe da CVM em relação as ADRs brasileiras, em março de 2010 o número de empresas com programas abertos era 94, o número total de programas 111, o valor total de mercado dos programas de ADRs era de R\$307,3 bilhões e o valor total de mercado / valor de capitalização das companhias na Bovespa era de 13%.

Ranking da distribuição de valor de mercado por empresa a preços de fechamento da BOVESPA de 31 de março de 2010 (Fonte: Informe da CVM “Assessoria Econômica – ADRs”, em março de 2010):

#	Companhia	Volume
1	PETROBRAS	94,7 bilhões de reais
2	VALE S.A	79,2 bilhões de reais
3	ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A	28,9 bilhões de reais
4	BANCO BRADESCO S.A	14,8 bilhões de reais
5	CIA SIDERURGICA NACIONAL	12,3 bilhões de reais
6	TELECOMUNICACOES DE SAO PAULO	9,0 bilhões de reais
7	AMBEV	8,1 bilhões de reais
8	BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A	7,5 bilhões de reais
9	GERDAU	5,7 bilhões de reais
10	VIVO	5,2 bilhões de reais
11	OGX PETROLEO	4,2 bilhões de reais
12	TELE NORTE CELULAR PARTICIPACOES	4,1 bilhões de reais
13	CIA ENERGETICA MINAS GERAIS	3,7 bilhões de reais
14	EMPRESA BRASILEIRA DE AERONAUTICA	3,6 bilhões de reais
15	FIBRIA CELULOSE S.A.	3,0 bilhões de reais
16	OUTRAS	23,4 bilhões de reais

Tipos de programa de ADR:

Quando uma empresa cria um programa de ADR, ela deve decidir o que exatamente ele quer do programa, e quanto tempo, esforço e recursos que está disposta a comprometer neste processo. Por esta razão, existem diferentes tipos de programas que uma empresa pode escolher.

Un-sponsored shares (Ações não-patrocinadas):

As ditas “un-sponsored shares” são uma forma de ADRs de Nível 1 que são comercializadas no mercado de balcão (OTC). Estas ações são emitidas de acordo com a demanda de mercado, e a empresa estrangeira não tem nenhum acordo formal com o banco depositário.

ADRs não patrocinados são frequentemente emitidos por mais de um banco depositário. Cada depositário negocia apenas as ADRs que tenham sido emitidas por ele.

Nível I

São ADRs com o menor nível possível de patrocínio. Quando uma empresa emite ADRs patrocinadas, existe um depositário designado que também atua como seu agente de transferência. A maioria dos programas de ADRs negociadas atualmente é emitida através de um programa de nível 1. Esta é a maneira mais conveniente para uma empresa estrangeira de ter seu capital negociado nos Estados Unidos.

ADRs de Nível 1 só podem ser negociados no mercado de balcão e a empresa tem requisitos mínimos de informação com a SEC. A empresa não é obrigada a emitir relatórios trimestrais ou anuais, em conformidade com U.S. GAAP. Nos EUA os “generally accepted accounting principles”¹⁵ geralmente abreviadas como U.S. GAAP, ou GAAP simplesmente, são regras contábeis utilizadas para preparar, apresentar e informar as demonstrações financeiras para uma ampla variedade de entidades, incluindo empresas de capital aberto e de capital fechado, não organizações sem fins lucrativos e governos. No entanto, a empresa deve ter ações listadas em uma ou mais bolsas de ações em uma jurisdição estrangeira e deverá publicar em Inglês seu relatório anual em seu site a forma exigida pela legislação do país de sua incorporação, organização ou de seu domicílio.

As empresas que negociam ações no âmbito de um programa de nível 1 podem decidir atualizar seu programa para um programa Nível 2 ou Nível 3, para uma melhor exposição nos mercados dos Estados Unidos.

Nível II

São mais complicadas para uma empresa estrangeira. Isso porque uma empresa estrangeira que queira estabelecer um programa de nível 2, deve apresentar uma declaração de registro junto à U.S. SEC e estará sob a regulação da SEC. Além disso, a empresa é obrigada a apresentar um Formulário 20-F anualmente. Em seus registros, a empresa é também obrigada a seguir as normas U.S. GAAP.

A vantagem que a empresa tem com a atualização do seu programa para o nível 2 é que suas ações podem ser listadas em uma bolsa americana. Incluindo a New York Stock Exchange (NYSE), NASDAQ, e a American Stock Exchange (AMEX).

¹⁵ Em português significa: “As regras contábeis comumente aceitas”

Enquanto listadas nessas bolsas, a empresa deve cumprir os requisitos da Bolsa onde está listada. Se não o fizer, poderá ser retirada e forçada a desvalorizar o seu programa de ADR.

Nível III

É o nível mais alto que uma empresa estrangeira pode patrocinar. Devido a esta distinção, a empresa é obrigada a seguir regras mais rígidas que são semelhantes às aquelas adotadas por empresas americanas. A empresa estrangeira não está apenas tomando medidas para permitir que ações de seu mercado doméstico sejam depositadas em um programa de ADR e negociadas nos Estados Unidos, ela está de fato emitindo ações para levantar capital.

De acordo com esta oferta, a empresa é obrigada a apresentar um Formulário F-1, que é o formato de um prospecto da oferta de ações. Ela também deve apresentar um formulário 20-F ano e devem aderir aos padrões U.S. GAAP. Além disso, qualquer informação material dado aos acionistas no mercado doméstico deve ser arquivada com a SEC através do Formulário 8K.

As empresas estrangeiras com o programa de Nível 3, muitas vezes, publicam material que são mais informativos e mais propícios e voltados aos seus correntistas americanos porque estes são importantes para a constituição de seu capital.

Programas Restritos

As empresas estrangeiras que querem suas ações limitadas a serem negociadas apenas por certos indivíduos podem criar um programa restrito. Existem duas regras da SEC que permitem este tipo de emissão de ações nos Estados Unidos:

144 SEC (A)

Esta disposição permite a emissão de ações colocação privada. São ações restritas e só podem ser emitidas ou comercializadas por compradores institucionais qualificados (QIBs). Acionistas americanos geralmente não são autorizados a investir nesses programas de ADR, e a maioria é realizada exclusivamente através da “Depository Trust & Clearing Corporation”, então muitas vezes há muito pouca informação sobre essas empresas.

Regulamento S (vulgo REGS)

A outra maneira de restringir o comércio de ADRs para investidores americanos é emití-las nos termos do Regulamento S da SEC. Esta regulamentação significa que as ações não são, e não serão registradas por nenhuma autoridade de valores mobiliários dos Estados Unidos.

Tais ações não podem ser detidas ou transacionadas por qualquer “pessoa americana”. As ações são nominativas e emitidas para off-shore, residentes fora dos EUA.

De acordo com o ultimo Informe da CVM divulgado, “Assessoria Econômica – ADRs”, em março de 2010 a distribuição percentual dos Níveis dos programas de ADRs era de 1% na bolsa NASDAQ de nível III, 13% na Bolsa NYSE de nível III, 17% na Bolsa NYSE de nível II, 31% nos programas 144A e REGS e 37% negociadas em balcão (OTC) de nível I.

Já a distribuição em percentual de valor de mercado, divulgado pelo mesmo informe, é de 1% na bolsa NASDAQ de nível III, 51% na Bolsa NYSE de nível III, 44% na Bolsa NYSE de nível II, 1% nos programas 144A e REGS e 3% negociadas em balcão (OTC) de nível I.

Capítulo 5.1.2 Eurobônus

Consideram-se dentro desta categoria os títulos emitidos em uma moeda diferente da moeda do país ou do mercado em que é emitido. Geralmente, um eurobônus é emitido por um consórcio internacional e classificado de acordo com a moeda na qual está denominado.

Eurobonds são instrumentos de financiamento atraentes por possibilitar aos seus emitentes a flexibilidade de escolher o país em que a oferta de seu título de acordo com as restrições regulamentares do país. Podem também denominar o seu eurobônus na moeda de sua preferência.

A emissão de bonds se divide em dois tipos principais: REGS (aqueles que são emitidos de acordo com o Regulamento S) – estes são destinados exclusivamente para investidores não residentes (off-shore), os que são emitidos através da regra 144A – de colocação privada.

Existem ainda títulos da categoria bônus global (Global Bonds), esta ultima categoria são de obrigações que podem ser oferecidos nos vários mercados simultaneamente. Ao contrário de eurobônus, o bônus global pode ser emitido na mesma moeda do país de emissão.

O comércio de obrigações é feito através do mercado de balcão (OTC – “Over the Counter”). Os títulos são detidos e negociados dentro de um dos sistemas de compensação (Euroclear e Clearstream sendo os mais comuns). Os cupons são pagos

eletronicamente através do sistema de compensação, para a conta do titular do eurobond (ou no caso de pessoa jurídica para a empresa).

O sistema Euroclear pertence e é regido por Bruxelas na Bélgica. Trata-se de uma companhia de serviços financeiros especializada na liquidação e transações de títulos, bem como na custódia e na manutenção de ativos desses títulos. O Euroclear presta serviços de valores mobiliários para as instituições financeiras localizadas em mais de 90 países, liquida operações nacionais e internacionais de títulos, abrangendo desde o comércio de títulos ao de ações, derivativos e fundos de investimento. Euroclear presta serviços de valores mobiliários para as instituições financeiras localizadas em mais de 90 países sendo a maior central de títulos internacionais do mundo.

O sistema de compensação Clearstream Banking SA (CB) é a divisão de custódia e de liquidação da Deutsche Börse, com sede em Luxemburgo. Foi criado em janeiro de 2000 através da fusão da Cedel Internacional e Deutsche Börse Clearing, parte da Deutsche Börse Group, que detém a Bolsa de Frankfurt. Este sistema também é usado internacionalmente.

Capítulo 5.1.3 Derivativos

Instrumento financeiro cujo preço é dependente ou derivado de um ou mais ativos subjacentes. O derivativo em si é meramente um contrato entre duas ou mais partes. Seu valor é determinado pelas flutuações do ativo subjacente. Os ativos subjacentes mais comuns incluem ações, títulos, commodities, moedas, taxas de juros e índices de mercado. A maioria dos derivativos é caracterizada por alta alavancagem.

Contratos futuros, contratos a termo, opções e swaps são os tipos mais comuns de derivativos. Derivativos são contratos e pode ser usado como um ativo subjacente. São geralmente usados como um instrumento de hedge¹⁶ de risco, mas também podem ser utilizados para fins especulativos.

O Brasil não tem um mercado financeiro tão sofisticado (em comparação as bolsas americanas) no que tange a área dos derivativos financeiros para investidores menores, por exemplo: Existem negociados em nossa bolsa de derivativos (BM&F) muitas opções de compra (calls) e não são disponíveis na mesma proporção as opções

¹⁶ Administração de risco.

de venda (put). Isso impossibilita para investidores menores estratégias de investimentos mais sofisticados para operações de arbitragem (Hedge) dentre outras.

Capítulo 5.1.4 Fundos

Trata se de um veículo de investimento que é feito de um conjunto de fundos (capital) recolhidos de muitos investidores para o propósito de investir em valores mobiliários, como ações, títulos, instrumentos do mercado monetário e outros ativos semelhantes. Os fundos mútuos são operados por gerentes de dinheiro, que investem o capital do fundo e tentam produzir mais-valias e rendimentos para os investidores do fundo.

Uma das principais vantagens dos fundos mútuos é que eles dão acesso a pequenos investidores para gestão profissional, carteiras diversificadas de ações, obrigações e outros títulos. Seria muito difícil conseguir tal otimização de carteira e administração de risco com uma pequena quantidade de capital. Cada acionista participa proporcionalmente no ganho ou na perda do fundo de acordo com a quantidade de cotas que detém.

Capítulo 6 Estudos Empíricos

Todos os dados utilizados para as análises deste capítulo foram adquiridos através do terminal Bloomberg. Foi formado um banco de dados composto pelas cinco “American Depositary Receipts” (ADRs) brasileiras mais negociadas e suas respectivas ações subjacentes. São estas em ordem de relevância: Vale S.A. de ticker¹⁷ VALE, cuja ação subjacente na BOVESPA é a VALE3, Petróleo Brasileiro S.A. de ticker PBR, cuja ação subjacente na BOVESPA é a PETR3, Itau Unibanco Holding S.A. de ticker ITUB, cuja ação subjacente na BOVESPA é a ITUB4, Banco Bradesco S.A. de ticker BBD, cuja ação subjacente na BOVESPA é a BBDC4 e a Cia Siderúrgica Nacional SA de ticker SID, cuja ação subjacente na BOVESPA é a CSNA3.

A tabela abaixo descreve a relação entre elas:

Empresa	Setor	Ticker ADR	Ação Bovespa	Nível	Fórmula de relação da ADR**:
Vale AS	Mineração	VALE	VALE3	3	$VALE = VALE3 / 1 / BRL^*$
Petróleo Brasileiro AS	Petróleo	PBR	PETR3	3	$PBR = PETR3 / 0,5 / BRL^*$
Itau Unibanco Holding AS	Financeiro	ITUB	ITUB4	2	$ITUB = ITUB4 / 1 / BRL^*$
Banco Bradesco AS	Financeiro	BBD	BBDC4	2	$BBD = BBDC4 / 1 / BRL^*$
Cia Siderúrgica Nacional AS	Mineração	SID	CSNA3	2	$SID = CSNA3 / 1 / BRL^*$

*Onde BRL = Câmbio do Real versus Dólar (número de reais por dólares americanos).

** E a fórmula da ADR é o que cada ADR tenta replicar.

Todas as ADRs são negociadas em dólar na New York Stock Exchange (NYSE), a bolsa de valores de Nova York. VALE, PBR e SID são custodiadas no banco JP Morgan, enquanto ITUB e BBD são custodiadas no banco Bank of New York Mellon Corp.

O banco de dados é formado pelos preços de fechamento das cinco ADRs e das cinco ações descritas acima, pelo câmbio de fechamento (número de reais por dólares americanos), pelas cinco fórmulas de cada ADR, pelos cinco prêmios de cada ADR (Preço real da ADR X - Fórmula da ADR X), e pela volatilidade dos últimos 30 dias do câmbio, todas essas variáveis foram capturadas do período de 1º de janeiro de 2001 até 1º de Junho de 2010 – períodos um pouco superior a 9 anos. Adicionalmente foram acrescentadas as seguintes dummies: Crise_eleitoral_de_2002, Crise_subprime e IOF_2% (Dummy assume valor 1 para pós IOF 2% e 0 para pré IOF 2%). Onde para

¹⁷ Ticker é o código da ação na bolsa.

cada uma das crises “1” significa que o período está dentro da crise respectiva e “0” não está.

Este estudo teve como objetivo avaliar diferenças de desempenho entre cada ADR e sua ação respectiva na BOVESPA sujeitas a variáveis como câmbio, a volatilidade do câmbio e a momentos pontuais como a Crise Eleitoral em 2002, a Crise do Subprime em agosto de 2008 e a Lei do IOF que passou a tributar a partir do dia 21 de outubro de 2009 uma alíquota de 2% sobre investimentos financeiros de capital estrangeiro em renda variável.

A fórmula da ADR é exatamente a sua ação subjacente na Bovespa multiplicada pelo “ratio” (fração da ADR que demonstra a paridade de quantas ADRs para quantas Ações da BOVESPA para o cálculo de seu preço) dividido pelo câmbio BRL (número de reais por dólares americanos). Caso alguém decida arbitrar os mercados locais e externos esta pessoa levaria em consideração tal fórmula acrescidas de custos operacionais. Consideraremos neste estudo que tais custos são desprezíveis mantendo tudo constante.

Análise da fórmula do prêmio da ADR:

$$\text{Prêmio} = \underbrace{\text{ADR}}_{\text{Valor real da ADR}} - \underbrace{\left\{ \frac{\text{AÇÃO BOVESPA} * \text{RATIO}}{\text{CÂMBIO}} \right\}}_{\text{Valor esperado da ADR}}$$

Percebemos que o câmbio impacta negativamente o valor esperado da ADR, sendo o aumento do câmbio, a desvalorização do real frente ao dólar. A partir das análises feitas em momentos anteriores.

Item 1. A respeito de usar ou não datas de feriados descasados:

A partir da simples manipulação dos dados foi possível perceber a significativa diferença entre a retirada dos feriados descasados (aqueles que apenas uma das Bolsas, ou a Bolsa de Nova York ou a BOVESPA, estava em funcionamento) e a sua manutenção na série de dados para a análise do prêmio de cada ADR.

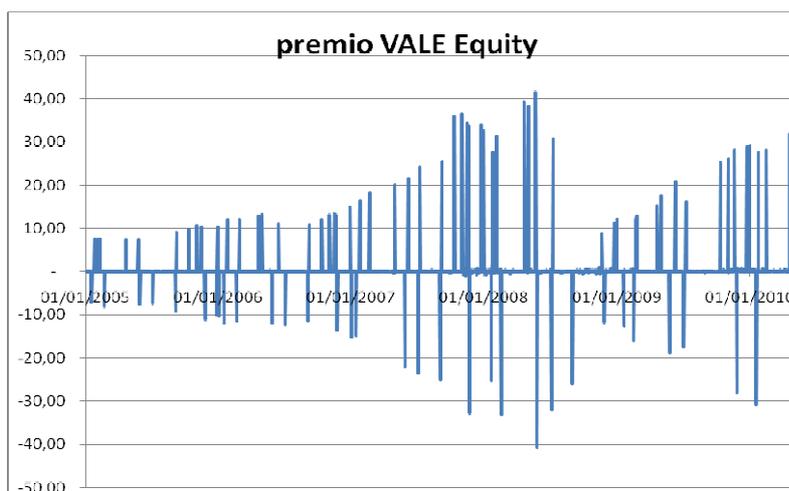
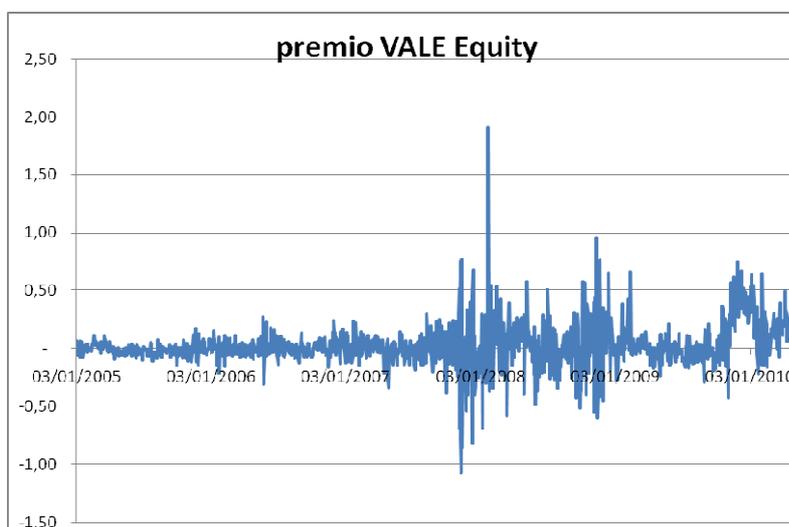
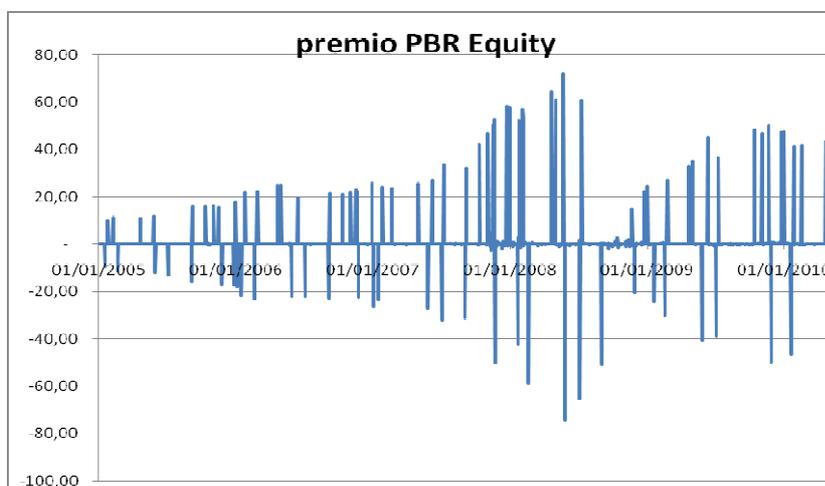
Gráfico 1: Prêmio de VALE (de 01/01/05 até 01/01/10) com feriados:**Gráfico 2:** Prêmio de VALE (de 01/01/05 até 01/06/10) sem feriados:**Gráfico 3:** Prêmio de PBR (de 01/01/05 até 01/06/10) com feriados:

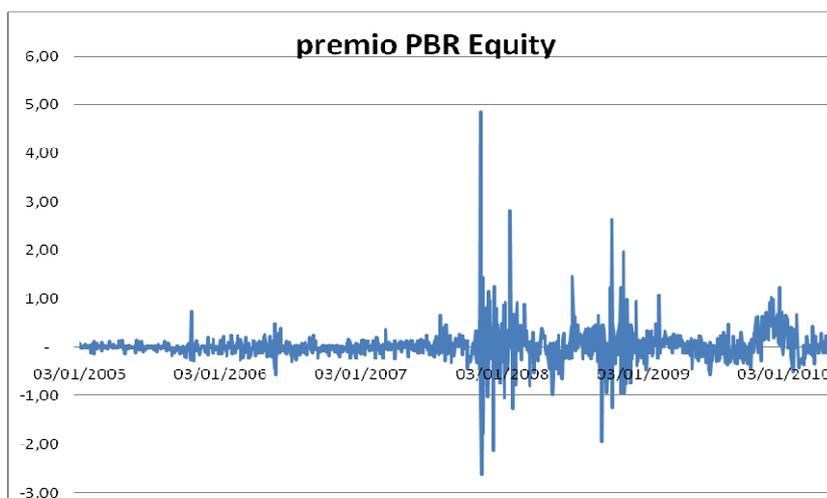
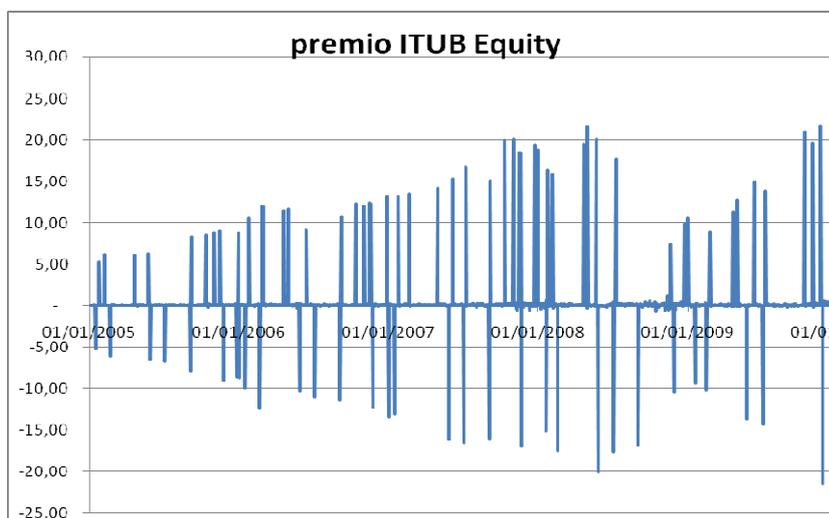
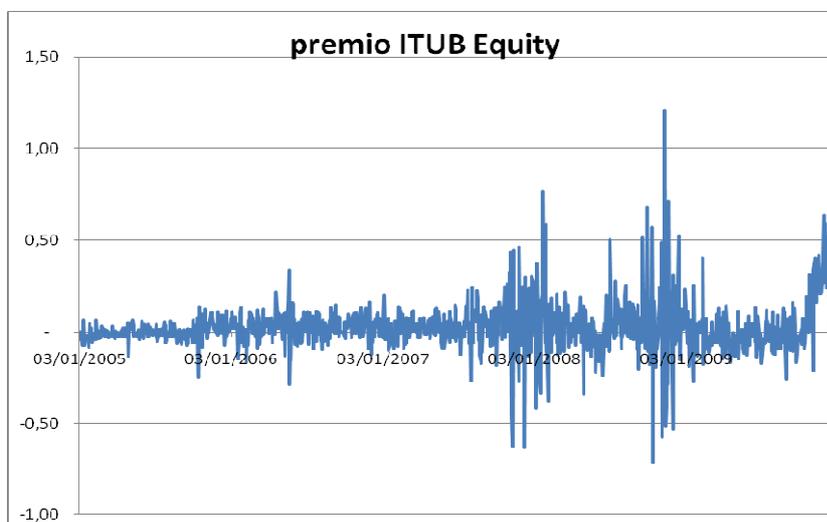
Gráfico 4: Prêmio de PBR (de 01/01/05 até 01/06/10) sem feriados:**Gráfico 5:** Prêmio de ITUB (de 01/01/05 até 01/06/10) com feriados:**Gráfico 6:** Prêmio de ITUB (de 01/01/05 até 01/06/10) sem feriados:

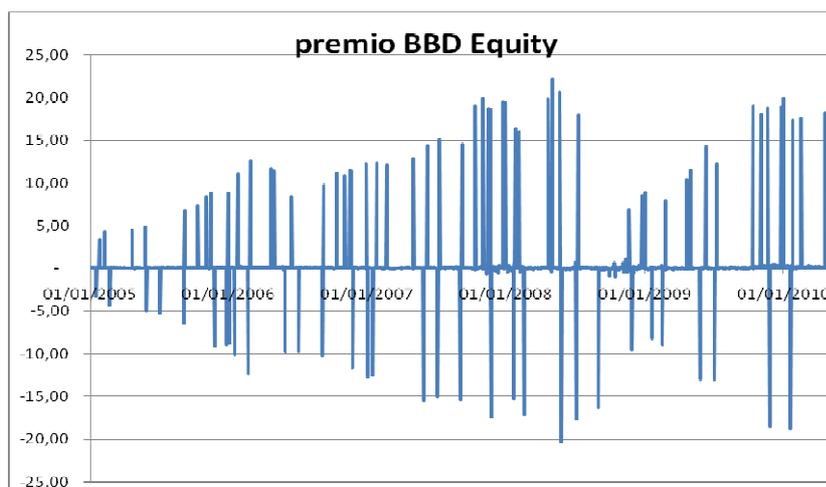
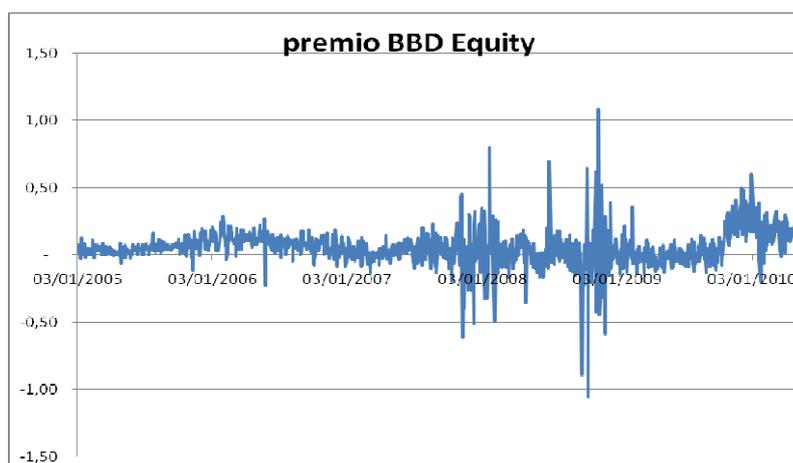
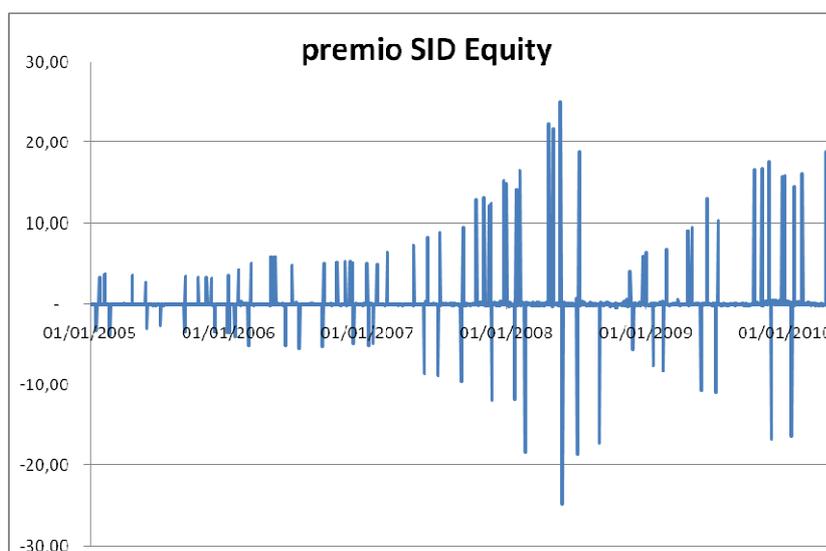
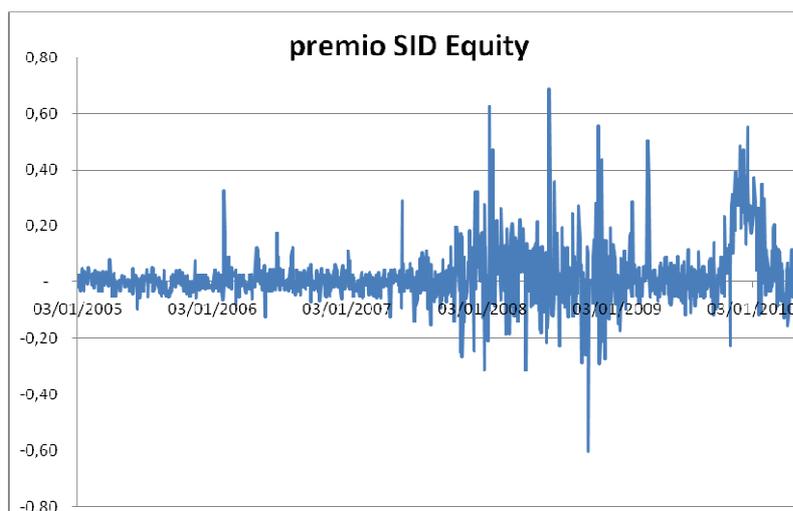
Gráfico 7: Prêmio de BBD (de 01/01/05 até 01/06/10) com feriados:**Gráfico 8:** Prêmio de BBD (de 01/01/05 até 01/06/10) sem feriados:**Gráfico 9:** Prêmio de SID (de 01/01/05 até 01/06/10) com feriados:

Gráfico 10: Prêmio de SID (de 01/01/05 até 01/06/10) sem feriados:**Tabela 1.1:** Análise com feriados (de 01/01/05 até 01/06/10):

Número de observações:	1.978,00				
	prêmio VALE	prêmio PBR	prêmio ITUB	prêmio BBD	prêmio SID
Maior	41,4400	72,0200	22,8400	22,1909	24,9550
Menor	-40,6945	-74,3956	-21,4780	-20,3883	-24,8689
Variância	21,4796	60,1917	9,4781	8,4381	5,5333
Média	0,3052	0,4814	0,2116	0,2202	0,1509
Mediana	0,0000	0,0000	0,0000	0,0087	0,0000

Tabela 1.2: Análise sem feriados (de 01/01/05 até 01/06/10):

Número de observações:	1.304,00				
	prêmio VALE	prêmio PBR	prêmio ITUB	prêmio BBD	prêmio SID
Maior	1,9057	4,8535	1,2135	1,0810	0,6854
Menor	-1,0684	-2,6259	-0,7162	-1,0566	-0,6037
Variância	0,0347	0,1131	0,0173	0,0170	0,0103
Média	0,0309	0,0336	0,0275	0,0577	0,0217
Mediana	0,0069	0,0113	0,0128	0,0516	0,0064

A partir dos resultados acima resolvemos optar por descartar os feriados por acreditarmos que estes acrescentam viés ao modelo. Ao longo do trabalho todos os estudos que se seguem serão feitos sem utilizar dados de feriados.

Item 2. Em relação a correlação das variáveis:

Em relação a este estudo os resultados que esperávamos encontrar é que as empresas cujos setores são iguais ou similares tivessem maior correlação entre si. Adicionalmente este item pretende analisar as diferenças entre os prêmios de cada ADR.

Gráfico 11: Análise dos prêmios das 5 ADRS juntas (de 01/01/05 até 01/06/10):

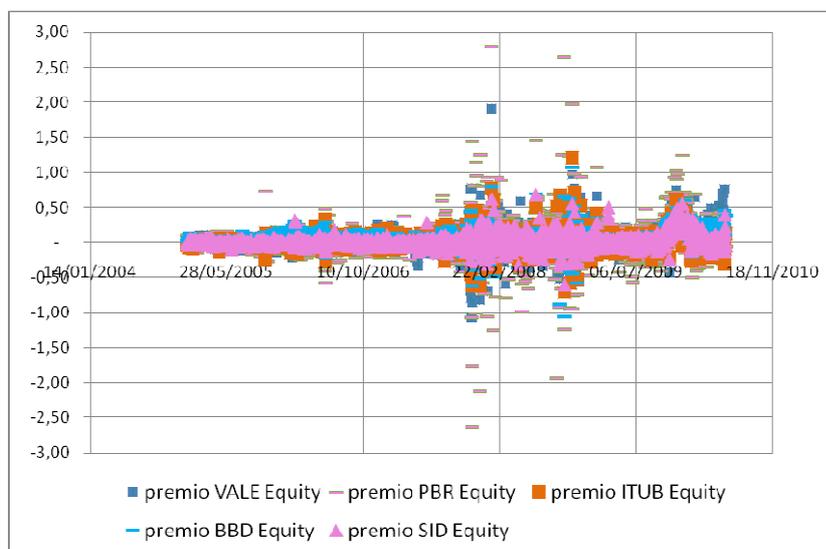


Tabela 2.1: Matriz de correlação (de 01/01/05 até 01/06/10):

	Prêmio VALE	Prêmio PBR	Prêmio ITUB	Prêmio BBD	Prêmio SID
Prêmio VALE	1,0000	0,6415	0,6009	0,6380	0,5760
Prêmio PBR	0,6415	1,0000	0,6064	0,5707	0,5084
Prêmio ITUB	0,6009	0,6064	1,0000	0,6661	0,5801
Prêmio BBD	0,6380	0,5707	0,6661	1,0000	0,5603
Prêmio SID	0,5760	0,5084	0,5801	0,5603	1,0000

Percebemos através dessas análises gráficas e estatísticas (item 1. inclusive) que a empresa que tem o valor mais justo e, portanto, tem a menor dispersão e variância e atingiu os menos expressivos valores de prêmio (em módulo) é a Cia Siderúrgica Nacional (SID x CSNA). Enquanto a empresa que tem a maior discrepância de valores e atingiu os maiores valores em módulo de prêmio e variância é a Petrobrás. Ambas as empresas são da área de commodities, porém por se tratar de commodities diferentes e pela alta volatilidade do setor petrolífero é razoável a baixa correlação (ao compararmos com outras combinações) e a grande diferença de comportamento das duas empresas.

Como já esperávamos, os prêmios de ADRs de maior correlação são as dos bancos Bradesco S.A. e Itaú Unibanco Holdings S.A.. Estes resultados são previsíveis por se tratar de bancos brasileiros com foco em mercado doméstico

Um resultado surpreendente, no entanto é a baixa correlação relativa entre os prêmios das empresas VALE S.A. e CSN, que são do setor de mineração, mas atingiram correlação menor entre si do que quando comparadas a outros valores atingidos por

combinações destas empresas com prêmios de ADRs de outros setores. Por exemplo, a relação entre os prêmios de VALE e PBR apresentaram correlação mais expressiva.

Tabela 2.2: Ranking de Correlação (de 01/01/05 até 01/06/10):

#	Correlação	Combinação
1	0,666064128	Prêmio ITUB X prêmio BBD
2	0,641535047	prêmio PBR X prêmio VALE
3	0,638041976	prêmio VALE X prêmio BBD
4	0,606362389	prêmio ITUB X prêmio PBR
5	0,600892188	prêmio ITUB X prêmio VALE
6	0,580076177	prêmio SID X prêmio ITUB
7	0,576030742	prêmio SID X prêmio VALE
8	0,570650958	prêmio PBR X prêmio BBD
9	0,560283185	prêmio SID X prêmio BBD
10	0,508425413	prêmio PBR X prêmio SID

Tabela 2.3: Análise dos prêmios (de 01/01/05 até 01/06/10):

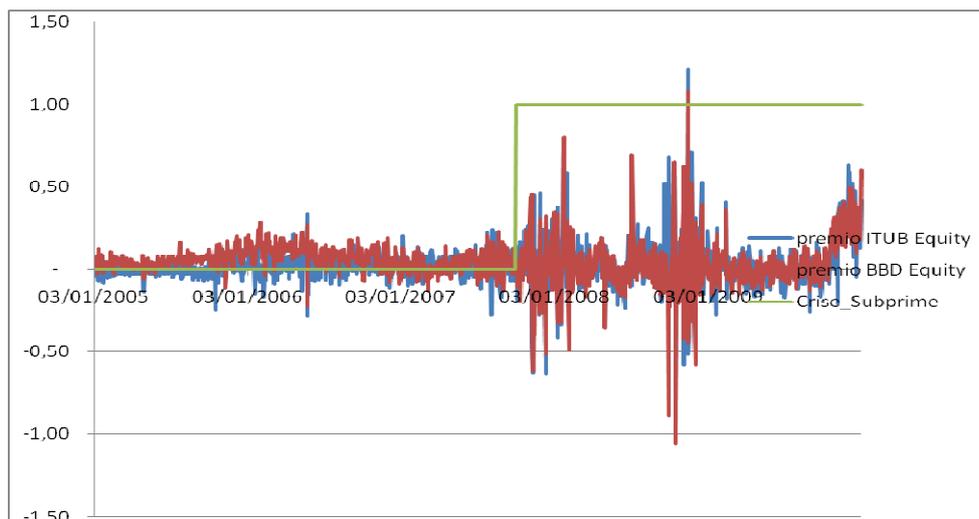
	Prêmio VALE		prêmio PBR		prêmio ITUB		Prêmio BBD		Prêmio SID	
	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%
Prêmio > 0	697	53,45%	712	54,60%	750	57,52%	966	74,08%	751	57,59%
Prêmio < 0	607	46,55%	592	45,40%	554	42,48%	338	25,92%	553	42,41%
Prêmio = 0	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Amostra	1.304	100%	1.304	100%	1.304	100%	1.304	100%	1.304	100%
Soma	40,25		43,79		35,82		75,20		28,36	

A tabela acima nos mostra forte discrepância de BBD cujo prêmio aparece positivo na maioria de quase 75% das vezes, quando as outras quatro ADRs apresentam o prêmio acima de zero dentro de um domínio de variação de 42% e 47%. Mesmo assim por assumir valores pequenos, a ADR de Bradesco não se destaca nas análises gráficas, pois na maioria das vezes assume valores próximos de zero.

Item 3. O Impacto da Crise do Subprime:

A partir destas conclusões julgou-se que um estudo mais interessante na intenção de medir o impacto da crise do Subprime nos prêmios das ADRs em relação as suas ações subjacentes na Bovespa seria mais bem calculado analisando apenas os prêmios de BBD e ITUB.

Gráfico 12: Análise dos prêmios das ADRS de ITUB e BBD com o surgimento da crise no período de cinco anos e meio:



Neste Gráfico temos os dois prêmios de ITUB e BBD em relação a uma Dummy intitulada de “Crise_Subprime” que assume 1 quando o período referente enquadra-se dentro do período da crise e 0 quando não.

Tabela 3.1: Comportamento dos prêmios em relação após o começo da crise do Subprime (desde 01/01/2001 até 28/09/2007):

	Antes do Subprime			
	prêmio BBD		prêmio ITUB	
	#	%	#	%
Prêmio > 0	1501	92%	783	48%
Prêmio < 0	126	8%	844	52%
Prêmio = 0	-	0%	0	0%
Amostra	1627	100%	1627	100%
Soma	104,01561		5,38310	
Maior	0,28519		0,44535	
Menor	- 0,22594		- 0,15440	
Variância	0,00263		0,00197	
Média	0,06393		0,00331	
Mediana	0,05949		- 0,00062	

Tabela 3.2: Comportamento dos prêmios em relação após a o começo da crise do Subprime (desde 28/09/2007 até 01/01/2010):

	Depois do Subprime			
	prêmio BBD		prêmio ITUB	
	#	%	#	%
Prêmio > 0	402	63%	402	63%
Prêmio < 0	240	37%	240	37%
Prêmio = 0	0	0%	0	0%
Amostra	642	100%	642	100%
Soma	-		-	-
Maior	1,08096		0,68538	
Menor	- 0,22594		- 0,15440	
Variância	0,03034		0,01849	-
Média	0,05494		0,04125	-
Mediana	0,03953		0,02375	-

Prêmio > 0	1017	55,82%	1194	56,64%	1074	55,71%	1751	83,03%	1068	50,64%
Prêmio < 0	805	44,18%	914	43,36%	854	44,29%	358	16,97%	1041	49,36%
Prêmio = 0	-		-		-		-		-	
Amostra	1.822	100%	2.108	100%	1.928	100%	2.109	100%	2.109	100%
Soma	12,42527		28,44724		24,85073		108,18204		15,33836	
Variância	0,01523		0,06221		0,00846		0,00868		0,00504	
Média	0,00589		0,01349		0,01178		0,05130		0,00727	
Mediana	-		0,00886		0,00089		0,05502		0,00026	

Tabela 4.2: Comportamento dos prêmios em relação Após a lei de IOF em 5 anos e meio de amostra (desde a implementação em outubro de 2009 da lei até 1o Junho de 2010):

	Após o IOF									
	prêmio VALE		prêmio PBR		prêmio ITUB		prêmio BBD		prêmio SID	
	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%
Prêmio > 0	134	83,75%	107	66,88%	109	68,13%	152	95,00%	117	73,13%
Prêmio < 0	26	16,25%	53	33,13%	51	31,88%	8	5,00%	43	26,88%
Prêmio = 0	-		-		-		-		-	
Amostra	160	100%	160	100%	160	100%	160	100%	160	100%
Soma	34,46266		24,13491		13,95386		31,21431		16,56318	
Variância	0,04652		0,10124		0,03037		0,01508		0,02334	
Média	0,21539		0,15084		0,08721		0,19509		0,10352	
Mediana	0,20056		0,11101		0,05417		0,18177		0,06377	

Ambas as análises nos levam a acreditar que com a implementação da Lei do IOF os prêmios aumentaram de maneira significativa. Também fica claro o aumento da variância nos cinco prêmios.

Item 5. O Impacto das eleições

O ano de 2002 foi conturbado para o Brasil. Com a eleição de Lula para a presidência houve queda na credibilidade do compromisso com estabilidade de preços. Investidores e economistas temiam que caso um candidato de esquerda vencesse a eleição, medidas socialistas fossem tomadas e com isso a boa fase de inflação controlada que o país estava vivendo desde 1994 com a implementação do plano real estaria ameaçada.

A eleição presidencial brasileira de 2002 ocorreu em dois turnos. De fato, aconteceu de Lula (PT) ascender nas pesquisas de intenção de voto e o chamado risco Brasil, índice que mede a confiança dos investidores no país, subiu. (O primeiro turno aconteceu em 6 de outubro de 2002 e o segundo, no dia 27 do mesmo mês).

Em 2006, ocorreram eleições gerais no Brasil. No dia 1 de outubro foi realizado o primeiro turno e no dia 29 do mesmo mês o segundo turno. Lula tenta a reeleição e disputa o primeiro turno onde não consegue aprovação imediata, passaram para o segundo turno Lula e Geraldo Alckmin. No dia 29/10, ocorreu o segundo turno e Lula foi reeleito presidente do Brasil com 60,83% dos votos válidos. Nesta eleição não havia surpresa nem temor a respeito de como o Partido dos Trabalhadores iria se comportar, logo os mercados não tiveram grandes alterações.

Gráfico 14: Análise do cambio e da volatilidade do câmbio (30 dias) – no período de janeiro de 2001 até janeiro de 2010:

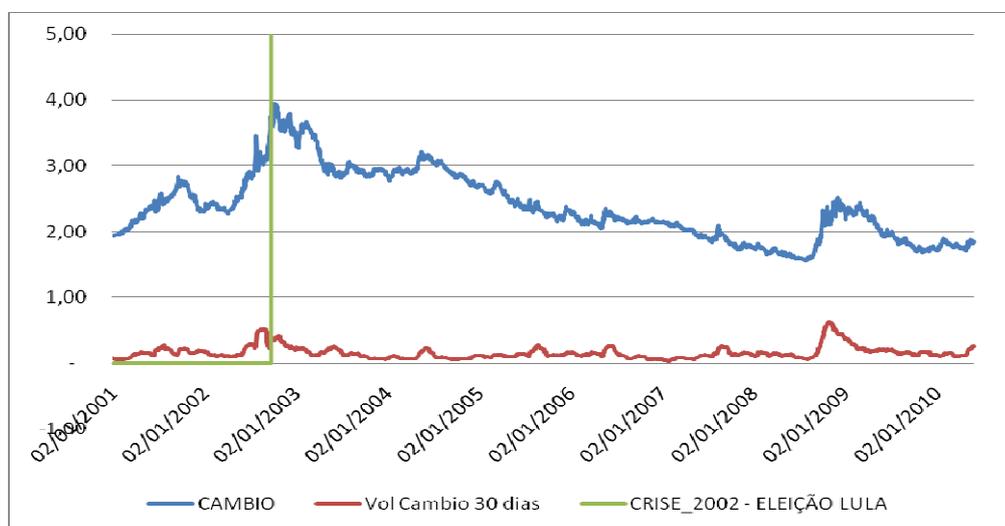
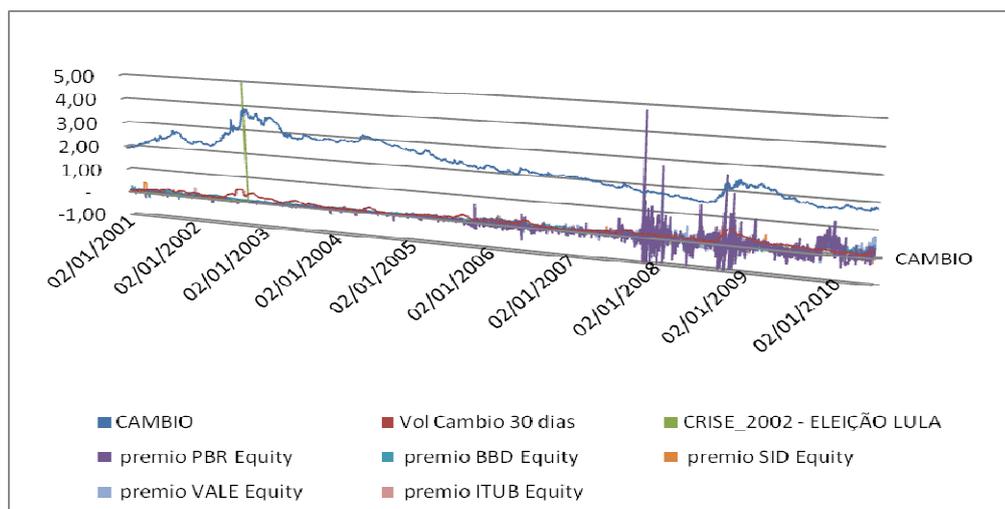


Gráfico 15: Análise do cambio e da volatilidade do câmbio (30 dias) e do comportamento dos prêmios das 5 ADRs¹⁸ no período de janeiro de 2001 até janeiro de 2010:



¹⁸ As ADRs de VALE (em março de 2002) e ITUB (em julho de 2001) foram emitidas durante esse período.

Gráfico 16: Análise do câmbio e da volatilidade do câmbio (30 dias) e do comportamento dos prêmios de PBR BBD e SID (as ADRs de VALE e ITUB foram emitidas após – no período de janeiro de 2001 até janeiro de 2003:

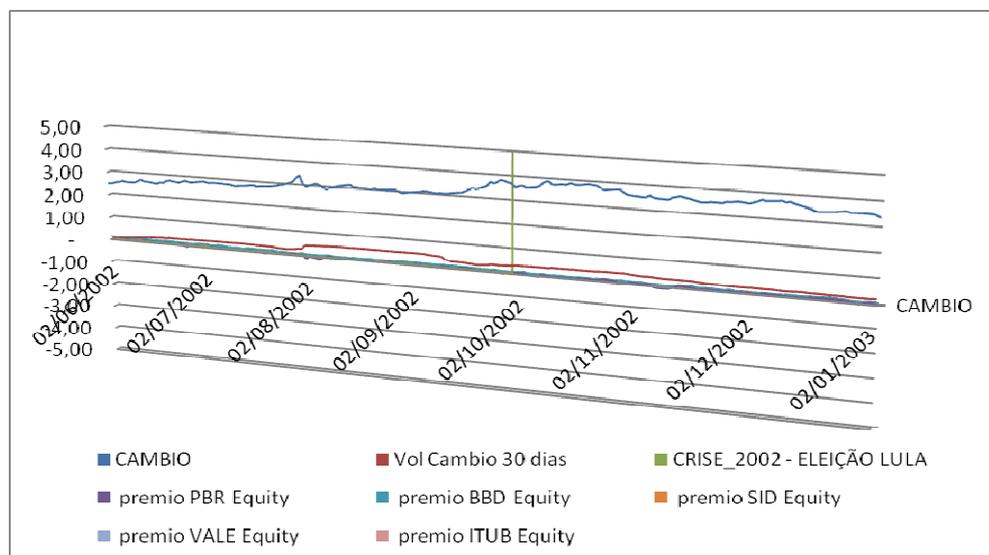


Tabela 5.1 O impacto das eleições - Antes da crise eleitoral de 2002:

Após a eleição do LULA										
	prêmio VALE		prêmio PBR		prêmio ITUB		prêmio BBD		prêmio SID	
	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%
Prêmio > 0	85	64,39%	278	66,51%	151	63,45%	398	94,99%	199	47,49%
Prêmio < 0	47	35,61%	140	33,49%	87	36,55%	21	5,01%	220	52,51%
Prêmio = 0	-		-		-		-		-	
Amostra	132	100%	418	100%	238	100%	419	100%	419	100%
Soma	0,84170		6,75186		2,63319		33,55577		4,80688	
Variância	0,00010		0,00260		0,00118		0,00287		0,00469	
Média	0,00201		0,01611		0,00628		0,08009		0,01147	
Mediana	-		0,01526		-		0,08459		- 0,00084	

Tabela 5.2 O impacto das eleições - Após o começo da crise eleitoral

Após a eleição do LULA										
	prêmio VALE		prêmio PBR		prêmio ITUB		prêmio BBD		prêmio SID	
	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%
Prêmio > 0	147	66,22%	118	53,15%	125	56,31%	221	99,55%	96	43,24%
Prêmio < 0	75	33,78%	104	46,85%	97	43,69%	1	0,45%	126	56,76%
Prêmio = 0	-		-		-		-		-	
Amostra	222	100%	222	100%	222	100%	222	100%	222	100%
Soma	1,19965		- 0,45388		0,58951		10,85473		- 0,04537	
Variância	0,00026		0,00109		0,00021		0,00023		0,00013	

Média	0,00540	-	0,00204	0,00266	0,04890	-	0,00020
Mediana	0,00632		0,00354	0,00184	0,04915	-	0,00068

Tabela 5.3 O impacto das eleições - Antes da eleição de 2006 (desde Janeiro de 2006 até setembro de 2006)

Antes da re-eleição do LULA										
	prêmio VALE		prêmio PBR		prêmio ITUB		prêmio BBD		prêmio SID	
	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%
Prêmio > 0	87	50,88%	73	42,69%	114	66,67%	165	96,49%	90	52,63%
Prêmio < 0	84	49,12%	98	57,31%	57	33,33%	6	3,51%	81	47,37%
Prêmio = 0	-		-		-		-		-	
Amostra	171	100%	171	100%	171	100%	171	100%	171	100%
Soma	0,50635		-	1,63159	4,08794		17,72589		1,66141	
Variância	0,00552		0,01792		0,00553		0,00389		0,00257	
Média	0,00296		-	0,00954	0,02391		0,10366		0,00972	
Mediana	0,00041		-	0,01691	0,02969		0,10201		0,00206	

Tabela 5.4 O impacto das eleições - Após a eleição de 2006 (desde setembro de 2006 até setembro de 2007)

Após a re-eleição do LULA										
	prêmio VALE		prêmio PBR		prêmio ITUB		prêmio BBD		prêmio SID	
	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%
Prêmio > 0	117	50,43%	131	56,47%	151	65,09%	167	71,98%	122	52,59%
Prêmio < 0	115	49,57%	101	43,53%	81	34,91%	65	28,02%	110	47,41%
Prêmio = 0	-		-		-		-		-	
Amostra	232	100%	232	100%	232	100%	232	100%	232	100%
Soma	0,71981		4,75431		5,67487		8,97643		0,38934	
Variância	0,00800		0,01600		0,00486		0,00445		0,00189	
Média	0,00310		0,02049		0,02446		0,03869		0,00168	
Mediana	0,00050		0,01294		0,02443		0,03555		0,00285	

Como demonstrado pelas tabelas acima, assim como pelas análises gráficas embora o impacto da crise eleitoral no câmbio e na volatilidade do câmbio tenha sido bastante expressivo, o impacto deste sob os prêmios das ADRs foi pequeno. Tanto a tendência, como a variância e a grandeza em módulo dos valores assumidos não tiveram grandes alterações quando tratadas como um grupo (ou seja, as variações foram observadas em um ou outro prêmio, mas quando analisamos o grupo as mudanças foram pouco expressivas). Já na reeleição em 2006, como já se esperava pela falta do elemento surpresa, o impacto é ainda menor.

Item 6. Análise geral

Analisando o comportamento do dólar em relação aos três marcos (“Crise eleitoral”, “Crise do Subprime” e a “Lei do IOF”) pretendemos chegar a alguma relação entre o dólar e a volatilidade do dólar e o comportamentos dos prêmios das ADRs.

Gráfico 17: O comportamento do câmbio (roxo), a volatilidade de 30 dias do câmbio e os marcos mencionados:

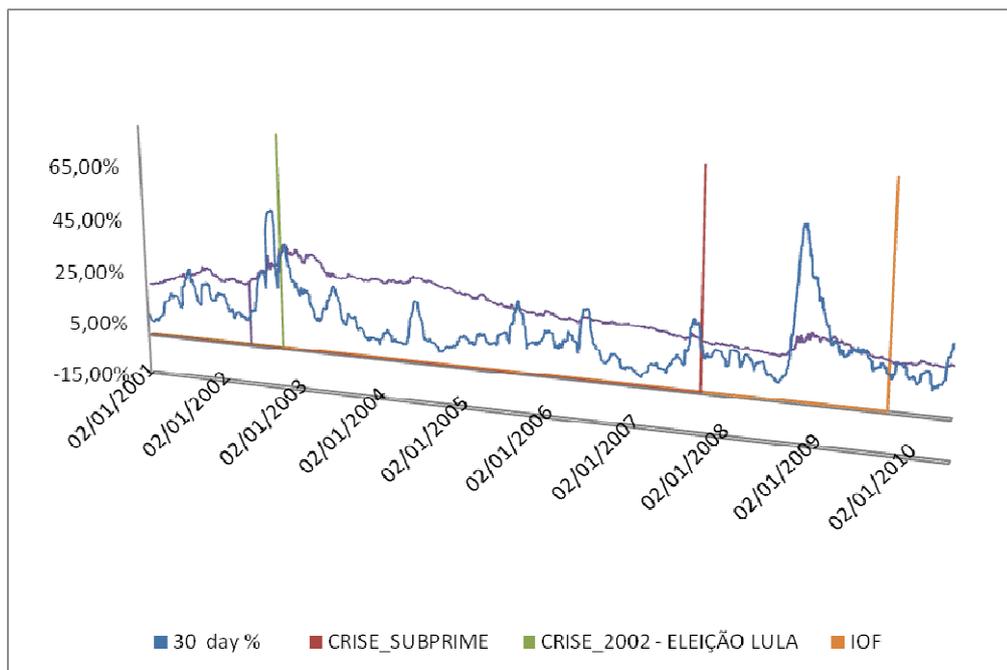
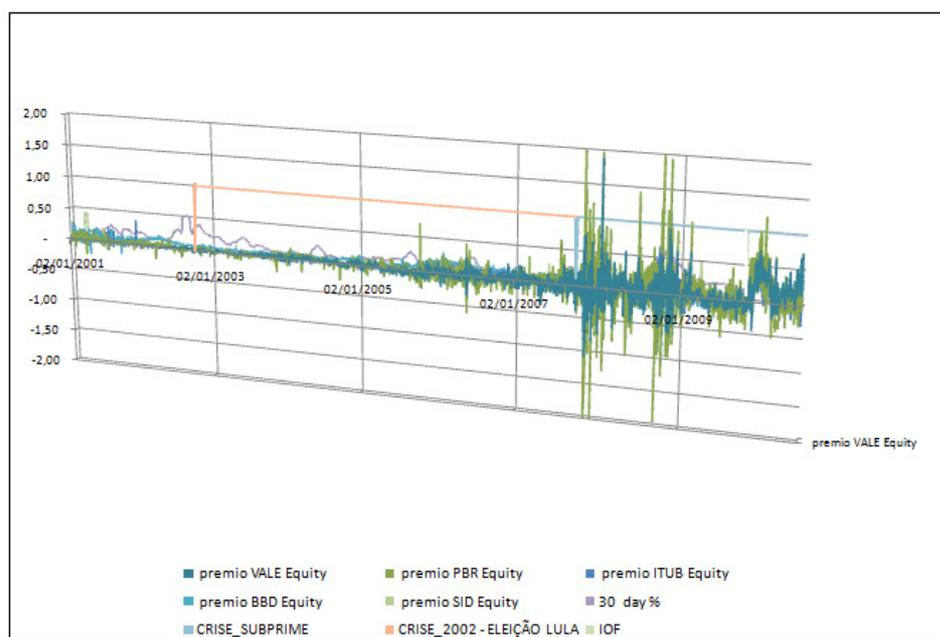


Gráfico 18: O comportamento do câmbio (roxo), da volatilidade de 30 dias do câmbio, dos marcos mencionados e dos prêmios das ADRs:



A análise geral adicionada as análises dos itens 1 a 6 anteriormente mencionados nos levam a intuições interessantes em relação ao comportamento das ADRs. Os estudos realizados nos mostram que dentre os três momentos analisados:

- A crise eleitoral de 2002, uma crise que abalou a confiança dos mercados internacionais em investir no Brasil;
- A Crise do “Subprime”, crise que abalou a confiança dos mercados internacionais de forma generalizada a investir contraindo a oferta mundial de crédito;
- A implementação da Lei do IOF, que encarece o investimento doméstico em ações.

Os primeiros dois se comportaram de maneira semelhante, pois afetaram a confiança do investidor o que trouxe aumento da volatilidade do câmbio e também dos prêmios. Mas não houve uma tendência crescente ou decrescente dos valores assumidos. Estes oscilaram, mas mantiveram média relativamente constante. De qualquer forma ao compararmos estes dois primeiros itens fica claro que os prêmios parecem ser mais afetados pelas crises internacionais do que pela volatilidade e o comportamento do câmbio.

Já em relação ao terceiro tópico trata-se de uma mudança nos custos operacionais, alterando o retorno da ação local em relação ao retorno da ADR de maneira direta. Neste caso podem ser percebidos uma tendência de crescimento de todos os prêmios das ADRs e também um aumento das médias dos prêmios.

Item 7. Sobre a questão de estudar o comportamento da Renda Fixa

O motivo pelo qual se optou por não realizar estudos sobre a renda fixa dos dois mercados é a falta de formalização de dados por se tratar de um mercado de balcão. Especialmente no caso do mercado doméstico de títulos de dívida que ainda é embrionário. A falta de liquidez e de dados confiáveis no espaço de tempo analisado fez com que este autor se limitasse a estudos em relação ao mercado de ação negociado em bolsa e de grande rastreamento de dados. Fica aqui a sugestão de um trabalho posterior que retome estes estudos focando em renda fixa.

Capítulo 7. Conclusão

Como já foi anteriormente argumentado neste trabalho, em momentos da história brasileira devido à instabilidade econômica e cambial do passado houve um movimento forte de fuga de capitais do Brasil, inclusive por parte de brasileiros domiciliados no país. Tais motivos somados às facilidades tributárias de países de jurisdição off-shore e à vasta gama de produtos de investimentos que capturam o risco e o retorno Brasil no mercado de investimento off-shore contribuíram para que a decisão de transferir recursos para tais países fosse algo confortável para o investidor brasileiro.

Este trabalho seguiu sua argumentação descrevendo a evolução da globalização dos mercados de capitais. Cujo movimento à medida que abriu brechas e facilitou a circulação do capital passou também a facilitar a circulação do capital ilegal. Aos governos globais ao perceberem o surgimento deste problema se uniram em um movimento de esforço conjunto na tentativa de amealhar informações e rastrear os fluxos internacionais de dinheiro para com isso restringir e punir atos ilícitos tais como a sonegação fiscal e o financiamento do tráfico de entorpecentes e do terrorismo.

A partir deste movimento surgiram várias exigências regulatórias para que as instituições privadas de capital (como, por exemplo, os intermediadores financeiros) cooperassem e de certa forma dividissem parte da responsabilidade na investigação da origem dos recursos de seus clientes e contrapartes. Daí surgiram as famosas áreas de compliance dos bancos e os formulários KYI (Know Your Client) e Due Diligence que identificam o dono do capital e a origem do mesmo. Essa questão é importante porque demonstra uma tendência mundial de unificação dos sistemas financeiros e que muito provavelmente o capital não tributado tem seus dias contados.

Nas seções posteriores são retratadas as vantagens fiscais das jurisdições off-shore e as opções de investimento deste mercado que se enquadram em substitutos aos investimentos domésticos (brasileiros). Finalmente na última seção foi feito um estudo entre as diferenças de retorno de tais investimentos alternativos off-shore e investimentos domésticos. O estudo realizado entre as cinco mais negociadas ADRs brasileiras e suas ações subjacentes na BOVESPA demonstraram que é possível sim captar os mesmos ganhos e ainda se beneficiar pela tendência positiva dos prêmios das ADRs.

O que pretendíamos com este trabalho era descrever os vários meandros do mercado off-shore e suas relações com os investidores brasileiros, na tentativa de

entender o processo de fuga de capitais que ocorreu em momentos passados e analisar qual foi o desempenho deste capital que saiu. Chegamos a conclusão de que (no que se refere a cesta de ativos observada) estes investidores que saíram da jurisdição local para o off-shore e continuaram a aplicar em empresas brasileiras através de ativos substitutos no off-shore foram vitoriosos em relação àqueles que permaneceram dentro da análise dos últimos 10 anos.

Referências Bibliográficas:

Sites:

BACEN - <http://www.bcb.gov.br/?CAMBIO>
Banco Mundial - <http://web.worldbank.org>
Fidelity Overseas Ltd - <http://www.incorporatebelize.com/>
Bolsa de Mercadorias & Futuros Bovespa – <http://www.bmfbovespa.com.br>
Cayman Island Regulatory Sector - <http://www.cimoney.com.ky/>
Banco Central do Brasil - <http://www.bcb.gov.br/?cbe>
COAF - <http://www.coaf.fazenda.gov.br>
Comissão de Valores Mobiliários - www.cvm.gov.br
Emerging MTA - <http://www.emta.org>
FAFT - <http://www.fatfgafi.org>
FINRA - <http://www.finra.com.br>
FMI - <http://www.imf.org/external/index.htm>
Investopedia - <http://www.investopedia.com>
ONG Fraudes - <http://www.fraudes.org>
Planalto - <http://www.presidencia.gov.br/legislacao/>
Receita - <http://www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/LegisAssunto/Iof.htm>
SFM - <http://www.sfm-offshore.com>
U.S. Commodity Futures Trading Commission - <http://www.cftc.gov>

Sistemas:

BLOOMBERG SOFTWARE PROFESSIONAL

Artigos:

Schwartzman, Alexandre (2004), “Descontrole nas contas CC5”, Valor Econômico, 30 agosto 2004

Conrado Vieira, José Luiz. “CC5: Doxa e Episteme” – Ibmecc Direito - Newsletter eletrônica, dirigida a comunidade Ibmecc São Paulo - Outubro / Novembro - edição 01 - ano 01

Portal - Razão Contábil. “Fundos: É hora de investir no exterior?”, 28 Abril, 2010

“Oficial, paralelo e o bicho”. In [site de] Gustavo H. B. Franco, 1999b. Publicado originalmente em OESP e Jornal do Brasil, 21 nov. 1999. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a38.htm>>. Acesso em: 13 jan. 2005.

BIANCARELI, A. M. Liberalização financeira, fluxos de capital, financiamento externo: três momentos de um debate no Brasil (1989-2002). Faculdade de Economia, Universidade de Campinas, 2003 (Dissertação de Mestrado em Economia). Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br>>. Acesso em: 2 ago. 2005.

OESP – 4 de agosto de 2002 “As contas CC5”

Folha de S.Paulo - Fenacon Notícias Externas - “Estrangeiro compra papéis no exterior para fugir do IOF”, 24 janeiro 2010

Hessel, Camila. “Dinheiro lá fora {e dentro da lei}” - Época Negócios - Edição 19, 01 setembro 2008

ROSENBAUM, Léo. “A legalidade das operações offshore.” Jus Navigandi, Teresina, ano 10, n. 1074, 10 jun. 2006

Jatahy, Paulo José de Castro. Dissertação (mestrado) - Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa. “Mudança organizacional, controle e desempenho : a experiência do Banco Central com o combate à lavagem de dinheiro” - Rio de Janeiro, 2003 - Orientador: Marcelo Milano Falcão Vieira.

Orlando Pinto, Carlos. – Dissertação (mestrado) - Curso de Mestrado em Direito das Relações Internacionais do Centro Universitário de Brasília “Da prevenção e da repressão à evasão e à elisão tributária no Brasil: contribuição ao estudo das perspectivas legais e políticas de cooperação internacional no mundo globalizado” – Brasília 2005 – Orientador: Dr. José Rossini Campos do Couto Corrêa.

Livros:

DOGGART, Caroline. “Tax Havens and their uses”. Economist Intelligence Unit, 2002 Edition

FORTUNA, E. “Mercado financeiro: produtos e serviços.” 17. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2007