

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS EM CARTEIRA NO BRASIL:

EFEITO DAS MEDIDAS CAMBIAIS E FISCAIS.

Roberta Aquino Gomes de Souza

Nº de Matrícula: 9314518-5-2

Orientador: Márcio G. P. Garcia

Julho de 1997

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS EM CARTEIRA NO BRASIL:

EFEITO DAS MEDIDAS CAMBIAIS E FISCAIS.

Roberta & Souza
Roberta Aquino Gomes de Souza

Nº de Matrícula: 9314518-5-2

Orientador: Márcio G. P. Garcia

Julho de 1997

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva da autora.”

Agradecimentos:

Ao término dessa monografia, com a qual concluo minha graduação em economia, gostaria de expressar minha gratidão àqueles que me incentivaram nesses últimos anos.

Inicialmente, agradeço ao meu orientador, Prof. Márcio G. P. Garcia, em razão da transmissão de seu conhecimento e dos tempo e paciência dispensados a mim, ao longo do último semestre.

Também, gostaria de agradecer a algumas pessoas que, mesmo sendo-me desconhecidas antes do início da feitura da presente monografia, ainda assim não hesitaram em me fornecer os dados e informações de que precisei.

Sobretudo, meu muito obrigada aos colegas que me acompanharam nesses anos de faculdade (inesquecíveis). Já sinto saudades de vocês antes da formatura.

Por fim, um agradecimento especial à minha família. Sem seu amor, apoio e incentivo seria impossível alcançar mais esse objetivo de minha vida.

ÍNDICE:

• INTRODUÇÃO	07
• CAPÍTULO I - O SISTEMA DE CONTROLE CAMBIAL	09
• CAPÍTULO II - INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS EM CARTEIRAS DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL	
2.1 - Histórico	17
2.2 - Modalidades de Investimentos	18
2.2.1 - Sociedades de Investimento - Anexo I	19
2.2.2 - Fundos de Investimento - Anexo II	22
2.2.3 - Carteiras de Investimento - Anexo III	26
2.2.4 - Depositary Receipts - Anexo V	27
• CAPÍTULO III - ARCABOUÇO INSTITUCIONAL DAS CARTEIRAS ANEXO IV	
3.1 - Preâmbulo	35
3.2 - Definição de Investidor Institucional	37
3.3 - Conta Própria ou Coletiva	39
3.4 - Registro do Investimento e da Carteira	40
3.5 - Administrador e Custodiante	41
3.6 - Composição da Carteira	42
• CAPÍTULO IV - ANÁLISE DOS EFEITOS DAS ALTERAÇÕES NA BASE LEGAL SOBRE OS INVESTIMENTOS EM ANEXO IV	45
• CONCLUSÃO	55
• BIBLIOGRAFIA	57
• APÊNDICE: O DIFERENCIAL DA PARIDADE COBERTA SOBRE RENDA VARIÁVEL	59

ÍNDICE DE QUADROS:

- Quadro I - Ágios do Mercado Paralelo de Câmbio 13
- Quadro II - Tratamento Fiscal Aplicado às Sociedades de Investimento 21
- Quadro III - Anexo I: Principais Características 22
- Quadro IV - Anexo II - Principais Características 25
- Quadro V - Programas de ADR's Brasileiros 34
- Quadro VI - Registros de Investidores Institucionais Estrangeiros - Anexo IV 40
- Quadro VII - Composição das Carteiras Anexo IV 47/48

ÍNDICE DE GRÁFICOS:

- Gráfico 1 - O Anexo II 24
- Gráfico 2 - Modalidades de Investimentos em Carteira - Participação Relativa 36
- Gráfico 3 - Fluxo de Recursos das Carteiras de Anexo IV 54

INTRODUÇÃO:

O atual processo de estabilização da economia brasileira, ao mesmo tempo que tem sido bem sucedido no que tange à estabilidade de preços, trouxe novas preocupações econômicas. Entre essas, inclui-se o crescente aumento do déficit da balança comercial, em um país acostumado a ter uma balança comercial superavitária ao longo de vários anos.

Estimativas indicam que a balança comercial brasileira no ano de 1997 será novamente deficitária. Contudo, tal prognóstico não chega a preocupar demasiadamente o Banco Central, pois os dirigentes dessa instituição partem do princípio de que não haverá problema em financiar o déficit estimado, desde que o país continue a atrair capitais estrangeiros.

Faz parte da estratégia do Plano Real contar com os influxos de capitais estrangeiros para financiar um déficit comercial crescente. Partindo-se desse princípio, a análise dos fluxos de capitais estrangeiros para o Brasil nos últimos anos é extremamente relevante do ponto de vista econômico.

Do total dos fluxos de capitais externos em 1996, 31,5% corresponderam ao item “Investimentos Estrangeiros em Carteira”. Também ressalta a importância crescente desses investimentos o fato de que tiveram um incremento de 163,3% em 1996, em relação ao ano anterior.

Levando-se em conta que há inúmeras modalidades de investimentos estrangeiros em carteira no país, a monografia terá seu enfoque direcionado aos investimentos estrangeiros em carteiras de valores mobiliários e, dentre essas, o destaque maior será dado aos investimentos que entraram no país através do Regulamento Anexo IV à Resolução CMN no 1.289.

Tal regulamento diminuiu o caráter excessivamente burocrático dos anexos anteriores e eliminou uma série de regras de composição de carteira e diversificação de risco, proporcionando maior agilidade operacional à constituição e à movimentação de recursos no Brasil. Por conseguinte, as Carteiras Anexo IV apresentam, na atualidade, a maior participação relativa dentre todos os investimentos externos em moeda registrados no Banco Central do Brasil/Firce.

Como qualquer outra forma de investimento estrangeiro no Brasil, os direcionados a carteiras de valores mobiliários devem submeter-se a um sistema de controle cambial. Por essa razão, a monografia abordará, em seu capítulo inicial, as mudanças cambiais ocorridas a partir do final da década de 1980.

CAPÍTULO I - O SISTEMA DE CONTROLE CAMBIAL

O Brasil adota um sistema de controle cambial. A moeda brasileira não é livremente conversível. Todos os negócios aqui realizados, como regra geral, têm de sê-lo na moeda do país; é o que se denomina o “curso forçado” da moeda, instituído em 1933 e mantido, com aperfeiçoamentos, pelo Decreto-Lei 857, de 1969. Cabe ao Banco Central do Brasil (BACEN) exercer o controle cambial e zelar pelas reservas do país em “moedas fortes”.

O controle cambial brasileiro já foi bastante rigoroso, mas hoje já se nota uma certa flexibilização. Embora rígido, nunca chegou a existir um monopólio cambial absoluto, no sentido da obrigatoriedade de entrega à autoridade cambial de todas - rigorosamente todas - as disponibilidades em moeda estrangeira dos residentes no país (o que, se existisse, consistiria, na linguagem do Fundo Monetário Internacional - FMI -, no sistema de “surrender of foreign currency”). Nunca foi ilegal no Brasil, por exemplo, um residente ter dólares em seu poder, desde que a sua aquisição tivesse sido legítima (como no caso de os ter adquirido para uma viagem internacional, no limite permitido legalmente, e ter voltado ao país com alguma sobra); também não era ilegal ter moeda estrangeira em depósito num banco no exterior, desde que proveniente de recebimentos legítimos (serviços profissionais prestados a clientes estrangeiros, por exemplo,

ou recursos oriundos de alguma herança deixada por um parente não-residente) e desde que, ainda, informasse à autoridade sobre a existência desses haveres (e pagasse o imposto devido, naturalmente, naquele primeiro caso); houve época em que a lei determinava que tal informação à autoridade devia ser feita ao próprio BACEN; mais tarde - e assim continua a ser até hoje -, passou a ser bastante que os referidos haveres sejam incluídos na declaração de bens integrante da declaração anual de rendimentos, para fins de imposto de renda.

O controle cambial brasileiro de início se concentrava na vigilância sobre o comércio exterior. Os importadores precisavam como que “pedir licença” para cada operação (a materializar-se numa “guia de importação”, que só se obtinha - quando se o conseguia -, após um processo frequentemente demorado e custoso). Os exportadores tinham de entregar à autoridade as divisas oriundas de suas vendas externas (“surrender of export proceeds”, na linguagem do FMI). Na verdade, a entrega não se fazia à autoridade, diretamente, não havia um monopólio cambial¹, no sentido rigoroso da expressão; o que havia - e ainda há - era a obrigação de os exportadores venderem as divisas aos bancos autorizados pelo BACEN a operar em câmbio e tais bancos não podiam reter consigo, diariamente, mais do que um determinado limite (que variava, de quando em vez, mas normalmente era fixado pelo BACEN em nível bastante baixo); ou os bancos vendiam (a importadores, por exemplo) os dólares comprados dos exportadores, ou os vendiam a outros bancos autorizados a operar em câmbio (no assim chamado “mercado interbancário de câmbio”) que porventura tivessem tido, no dia, mais demanda do que oferta de moedas estrangeiras; ou então, em última análise, tinham de vender (“repassar”, no jargão especializado) ao BACEN, ao fim do dia, o “excesso de

¹ Embora a Lei nº 4.131 previsse que, em caso de crise cambial, tal monopólio pudesse ser instituído, passando todas as operações de câmbio a ter de ser fechadas exclusivamente com o Banco do Brasil.

limite de posição comprada”. Tal sistema, ainda na linguagem do FMI, se chama de “surveillance” (ao invés de “surrender”) “of export proceeds”.

Mais tarde, foi estabelecido um sistema de controle também sobre os fluxos de capitais (de investimento ou de empréstimo), que passaram a ter de ser registrados no BACEN, ao ingressarem no país, de modo a poderem, no futuro, retornar (bem como de modo a se poderem remeter para o exterior os frutos respectivos – lucros e juros).

O controle cambial, se não era absoluto quanto aos ingressos, como apontado, era absoluto, sim, quanto às saídas de divisas. Afora o controle sobre as remessas relacionadas com o pagamento de importações e os fluxos de capitais de empréstimo e investimento, havia ainda o mais rígido controle sobre remessas para fins outros quaisquer. Era bastante diminuta e casuística a listagem das hipóteses nas quais se admitia que residentes no país enviassem divisas para o exterior; precisava-se, quase sempre, de autorizações prévias do BACEN, em processos morosos e que frequentemente tinham um “não” como resposta; turistas só podiam comprar moeda estrangeira, para viajar, até um limite pequeno; residentes não podiam ter cartões de crédito de curso internacional – e assim por diante.

A taxa de câmbio era fixada pelas autoridades. Houve época em que ela era mantida fixa por muito tempo, só sendo reajustada quando a insistência em mantê-la se tornava insustentável; quando acontecia uma mudança, muitos estragos já haviam sido causados, economia afora, pela insistência anterior citada – e muitos estragos mais aconteciam com a mudança abrupta em si mesma. Mais tarde, adotou-se um sistema de “mini-desvalorizações” frequentes (diárias, até), de modo a refletir, na taxa de câmbio, a inflação doméstica (ou a diferença entre essa e a inflação média dos principais parceiros comerciais do Brasil) – um sistema conhecido como “crawling peg”. Seja num seja

noutro sistema, a definição da taxa sofria influências políticas e pressões de grupos de interesse (dos exportadores, por exemplo, sempre a reclamar de “defasagens cambiais”).

Nesse contexto de controle cambial rigoroso, havia no país um ativo e volumoso “mercado paralelo” de câmbio, em que a moeda estrangeira era negociada com ágio – quase sempre expressivo – sobre a taxa de câmbio oficial.

Ao longo dos anos 80, em razão da elevação do patamar inflacionário e do receio de que esse viesse a subir ainda mais, o governo manteve a taxa de câmbio oficial extremamente defasada. Além desse problema de ordem interna, havia uma conjuntura internacional desfavorável - as sucessivas crises do petróleo e a brutal elevação das taxas de juros norte-americanas - que contribuía para a deterioração do nosso balanço de pagamentos e, conseqüentemente, fazia necessário o racionamento de divisas. Um terceiro fator limitador das operações de câmbio, nesse período, foi o isolamento brasileiro do sistema financeiro internacional (decorrente da crise da dívida externa brasileira e do tratamento fortemente discriminatório dado ao capital estrangeiro), o qual redundava em reduzida mobilidade divisas de entre o Brasil e o exterior.

A escassez de moeda forte nesse período gerou um superaquecimento do mercado de câmbio paralelo, fazendo com que o ágio da taxa desse em relação à do mercado de câmbio oficial subisse de 0,80%, em janeiro de 1981, para 161,0%, em maio de 1989 (vide tabela abaixo²).

² Dados extraídos do trabalho de Carlos Eduardo de Freitas, intitulado “Liberalização Cambial”, para o 2º seminário sobre “A reformulação da Lei Cambial”, São Paulo, fevereiro de 1995.

Quadro I - Ágios do Mercado Paralelo de Câmbio

(Apuração pela Cotação Média Diária)

ANO	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
1981	0,8	1,6	4,6	2,0	11,6	21,4	29,3	23,8	19,2	20,7	35,4	26,0
1982	26,4	27,3	36,1	43,2	27,8	21,1	31,1	46,2	53,9	74,8	64,1	61,4
1983	86,3	75,8	70,2	48,7	43,5	59,5	58,1	73,1	70,5	57,8	39,1	34,3
1984	16,7	35,5	20,1	14,6	7,0	9,1	6,3	6,4	13,8	26,6	16,9	14,8
1985	15,7	12,6	23,5	16,1	18,7	21,4	32,4	36,2	32,8	27,4	36,0	42,9
1986	35,4	32,3	25,4	37,3	47,1	48,5	60,1	69,8	65,2	86,8	99,5	80,8
1987	70,7	53,7	44,4	29,8	14,5	19,1	27,3	23,3	22,0	26,6	18,6	27,7
1988	24,1	23,5	30,7	32,4	36,9	40,7	41,2	50,6	38,5	52,0	58,2	64,3
1989	81,3	66,0	72,5	112,8	161,0	127,0	87,5	68,5	70,2	119,4	99,3	111,9

A superexcitação observada no mercado paralelo deixou em evidência a necessidade de alterações no sistema de câmbio. A atual configuração do mercado cambial brasileiro, mais liberal e moderno, foi delineada ao final da década de 1980 e início da década de 1990. A primeira mudança foi trazida pela Resolução 1.552, de 21 de dezembro de 1988, que criou o Mercado de Taxas Flutuantes (inicialmente mais conhecido como “câmbio turismo”, de vez que a maior parte das operações a serem realizadas nesse mercado relacionava-se com o turismo, a princípio).

Foi estabelecido que apenas instituições autorizadas pelo BACEN poderiam atuar nesse mercado. São passíveis de habilitação para atuar com taxas flutuantes as instituições financeiras, sociedades corretoras e distribuidoras, agências de turismo e meios de hospedagem.

O objetivo maior da criação do Mercado de Taxas Flutuantes, no entanto, foi tirar da ilegalidade, aos poucos, um vasto número de operações informais, realizadas no

mercado paralelo. No segmento de taxas flutuantes passaram a ser autorizadas, em etapas sucessivas, muitos tipos de operações de câmbio até então condenadas à marginalidade não por terem algo de reprovável na sua essência, mas sim apenas por falta de previsão legal que as tornasse factíveis no mercado oficial.

Posteriormente, o mercado de câmbio de taxas flutuantes passou a viabilizar até mesmo os investimentos de não-residentes no mercado financeiro brasileiro, através das contas criadas pela Carta-Circular nº 5 de 27/02/69 (“CC-5”). Na sua concepção original, as contas CC-5 se destinavam aos estrangeiros em trânsito no Brasil, nas quais poderiam realizar depósitos em moeda nacional (proveniente da troca das divisas que tivessem trazido consigo) e receber remessas do exterior, destinadas à sua manutenção. Ao ir embora do Brasil, o titular da CC-5 podia converter o seu saldo em moeda estrangeira. Dentre os destinatários da referida Carta-Circular, citem-se os estudantes universitários, pesquisadores, professores e empresários estrangeiros que permanecessem no Brasil por um período maior que o dos turistas e menor que o dos que fixam residência no país.

Hoje em dia, no Mercado de Taxas Livres, de que trata a Resolução 1.690, de 18 de março de 1990, do Conselho Monetário Nacional (“CMN”), também denominado “câmbio comercial”, realizam-se todas as operações de importação brasileiras e quase todas as de exportação (a única exceção se refere à de jóias, gemas e pedras preciosas). Devem ser realizadas no mercado de taxas livres também as operações referentes a investimentos estrangeiros³ no Brasil, bem como os retornos de capital e as remessas de lucros ou dividendos. Uma exceção a essa regra fica por conta dos casos em que o

³ Tanto os “investimentos diretos” no capital de empresas quanto os “portfolio investments” feitos através de veículos regulamentados.

investimento estrangeiro é proveniente de um país signatário do MERCOSUL⁴. Fecha-se câmbio ainda no mercado comercial com relação aos empréstimos externos (inclusive os mediante lançamentos de títulos), bem como ao respectivo serviço (principal e juros).

Assim, têm-se hoje dois caminhos pelos quais os recursos direcionados aos mercados financeiro e de capitais brasileiros podem ingressar no país: o mercado de câmbio de taxas livres e o de taxas flutuantes. No segundo caso, o não-residente se sujeita ao imposto de renda pelas mesmas regras aplicáveis a um residente no país: muito sucintamente, os seus rendimentos de aplicações financeiras de renda fixa são tributados na fonte, à alíquota de 15%, e os ganhos de aplicações de renda variável tributam-se a 10%. Visando a conter o enorme afluxo de capitais para mera “arbitragem de juros”, num momento em que as reservas cambiais brasileiras já se avolumavam tanto que passaram a afetar a política monetária, foi imposta uma alíquota de 9% de IOF, reduzida mais recentemente a 2%.

A conta CC-5 é o mecanismo legal que uma pessoa física estrangeira tem para investir diretamente no mercado financeiro brasileiro⁵. O afluxo de recursos através das CC-5 se reduziu bastante desde a imposição do IOF. Boa parte dos recursos que, não fosse o IOF, viriam por essas contas para aplicações de renda fixa foi deslocada para as modalidades de investimento disponíveis no mercado de Taxas Livres.

Essas modalidades de investimento são mais atraentes do que os investimentos via CC-5 porque esses últimos, além de se sujeitarem ao IOF no momento do ingresso, estão sujeitos a um risco cambial maior, associado ao mercado de taxas flutuantes. Adicionalmente, os recursos ingressados pelo mercado de taxas flutuantes têm a

⁴ Baseado no Módulo I da apostila do “Curso de Câmbio e Operações Financeiras Internacionais” do Prof. Luiz Fernando M. Ferreira.

⁵ “The role of Capital Markets in Economic Growth”, de Geert Bekaert, Márcio G. P. Garcia e Campbell R. Harvey.

desvantagem de serem submetidos a uma alíquota de 10% de Imposto de Renda sobre ganhos líquidos em bolsa. Já os Fundos e Carteiras de Investimento disponíveis no mercado de câmbio comercial não estão sujeitos a essa última tributação, como se verá no capítulo seguinte.

É através do mercado de câmbio de taxas livres (“comercial”) que o investidor estrangeiro terá acesso às inúmeras modalidades de investimento em renda variável (“Anexos I a V”) que serão tratadas nos capítulos posteriores.

CAPÍTULO II - INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS EM CARTEIRAS
DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL

2.1 - Histórico:

Até meados da década de 1970, os investimentos estrangeiros em carteira eram considerados pelo Banco Central do Brasil (“BACEN”) como tendo caráter meramente especulativo. Como é de incumbência do BACEN registrar todo e qualquer investimento estrangeiro no Brasil, e tendo em vista que tal instituição só considera passíveis de registro os investimentos destinados a atividades econômicas, aos investimentos em carteira era negado registro. Dessa forma, ficavam inviabilizadas as posteriores remessas de dividendos, bem como o repatriamento de capital.

A abertura do mercado brasileiro aos investimentos estrangeiros em carteira só ocorreu, de forma tímida, em 1975. Nessa época foi permitido o estabelecimento de sociedades de investimentos cujos sócios fossem exclusivamente residentes no exterior. Elas tinham como meta exclusiva o investimento em valores mobiliários de companhias abertas brasileiras.

É a partir da década de 1980 que o governo brasileiro passou a demonstrar interesse em ampliar a abertura do mercado de valores mobiliários aos investidores externos. No dia 20 de março de 1987, o Conselho Monetário Nacional (“CMN”) baixou a Resolução nº 1.289, a qual autorizava e disciplinava os investimentos de capitais estrangeiros no mercado nacional.

O grande impulso nos afluxos para o mercado de capitais do Brasil ocorreu em 1991, quando se autorizou a participação direta de investidores institucionais estrangeiros através de carteiras administradas. Desde então, inúmeras alterações na base legal foram feitas, a fim de tornar o mercado de valores mobiliários brasileiro mais atraente aos investidores estrangeiros e evidenciar a separação entre as aplicações de rendas fixa e variável⁶.

2.2 - Modalidades de Investimentos:

Nesta seção, apresentar-se-ão as principais modalidades de investimento estrangeiro em carteiras de valores mobiliários no Brasil. Será mostrada a legislação que lhes deu origem, assim como as características de cada modalidade. Cabe ressaltar que a principal delas, a pertinente às Carteiras de Investidores Institucionais Estrangeiros - regulamentadas pelo Anexo IV à citada Resolução nº 1.289/87 - não será abordada no presente capítulo. Dada a sua importância no contexto de influxo de capital estrangeiro no país, as “Carteiras Anexo IV” serão enfocadas em capítulo à parte.

⁶ Baseado no Guia da BOVESPA - “Como Investir no Mercado Acionário Brasileiro” e no Relatório da Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (ANDIMA) “Brasil para Investidores Estrangeiros”.

2.2.1 - Sociedades de Investimento - Anexo I:

As Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro (“Sociedades de Investimento”) estão sujeitas ao Regulamento Anexo I à Resolução CMN nº 1.289/87. Tal regulamento estabelece que pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior estão autorizadas a constituir sociedades no Brasil, sob a forma de sociedade anônima, com o intuito de fazer investimentos diversificados no mercado de valores mobiliários brasileiro.

A criação de uma Sociedade de Investimento depende da autorização da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), órgão que também é responsável pelo monitoramento de tais sociedades. A CVM prescreve os seguintes requisitos para a constituição de Sociedades de Investimentos⁷:

- o capital inicial tem de ser subscrito e integralizado por banco de investimento, corretora ou distribuidora com sede no Brasil;
- as ações do capital dessas sociedades devem ser colocadas junto a investidores estrangeiros dentro de 180 dias, podendo para tanto ser contratados os serviços de agentes de distribuição;
- futuros aumentos de capital podem ser efetuados apenas por investidores estrangeiros;

⁷ Os itens abaixo foram extraídos da pág. 4 de “Investimentos Estrangeiros em Carteira no Brasil - Guia da BOVESPA - Como Investir no Mercado Acionário Brasileiro” de autoria de Pinheiro Neto - Advogados, São Paulo, Brasil.

- a administração da sociedade incumbirá a um conselho de administração e uma diretoria, conforme previsto em seu estatuto social;
- a carteira da sociedade deve ser administrada por um banco de investimentos, corretora ou distribuidora com sede no Brasil (em geral, a mesma que subscreveu o capital inicial);
- todos os contratos relacionados à formação e à administração da sociedade devem ser previamente aprovados pela CVM; e
- existem limitações rígidas aos tipos de investimento permitidos a essas sociedades.

Quanto ao último requisito mencionado, a CVM estabelece restrições no que tange aos formas de investimentos permitidos, com vistas a incentivar a diversificação da carteira e direcionar recursos para participações minoritárias no capital de companhias abertas brasileiras. As regras básicas para a constituição da carteira e para a diversificação de risco são:

- mínimo de 50% em ações ou debêntures conversíveis em ações de emissão de companhias abertas controladas por capitais privados nacionais;
- os recursos remanescentes podem ser (de acordo com a Circular nº 2.389/93 e o art. 3º da Res. nº 2.034/93) investidos em ações de companhias registradas em Bolsa de Valores (adquiridas em Bolsa ou por subscrição) ou em títulos da dívida estadual ou federal;

- a partir de fevereiro de 1996, a Res. nº 2.246 veda a aquisição de valores mobiliários de renda fixa e determina a liquidação de posições preexistentes nesses papéis; com isso, o governo impede que se continue a investir os recursos remanescentes em Títulos da Dívida Agrária, Debêntures da Siderbrás, OFND (Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento), Certificados de Privatização e outros títulos de dívida federais;
- o investimento em ações de determinada empresa não pode ultrapassar 5% do seu capital votante nem 20% do seu capital total;
- o total das aplicações em valores mobiliários de uma mesma companhia emitente não pode exceder a 10% das aplicações.

Não se sujeita às duas últimas regras a Sociedade de Investimento que comprovar que todos os seus acionistas são “investidores institucionais”.

Pode-se esquematizar o tratamento fiscal aplicado às Sociedades de Investimento da seguinte forma:

Quadro II - Tratamento Fiscal Aplicado às Sociedades de Investimento

1) Ganhos de Capital	A partir de 01/01/96, são isentos de tributação
2) IOF	Alíquota zero
3) IR (na operação)	15% sobre dividendos e bonificações pagas em dinheiro
4) Rendimentos produzidos por operações de renda fixa	15%
5) Imposto de Renda Societário	Isento
6) Quando da liquidação do investimento	O valor atribuído ao investidor estrangeiro, inclusive os ganhos de capital e exclusive os rendimentos, pode ser remetido ao exterior livre de imposto de renda.
7) CPMF	A partir de 23/01/97, o investidor paga 0,2% toda vez que fecha uma operação de câmbio (compra ou venda)

Em janeiro de 1996, havia apenas quatro Sociedades de Investimento com registros concedidos pela CVM, das quais duas se encontravam ativas em junho de 1996. Abaixo são expostas suas principais características⁸:

Quadro III - Anexo I: Principais Características

Nome	Instituição	PL (US\$1000)	Rentabilidade		Participação
			Mensal (%)	Anual	
Brazilian Investments S.A.	Bozano	40.077,53	4,43%	17,56%	69,63%
Norchem S.A. - S.I.C.E.	Norchem	17.477,98	4,76%	25,87%	30,37%
Total		57.555,51			100%

2.2.2 - Fundos de Investimento - Anexo II

Os Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro (“FICE”) foram criados pelo Regulamento Anexo II à Resolução CMN nº 1.289/87. Trata-se de fundos mútuos, em regime de condomínio aberto e sem personalidade jurídica. Um FICE tem como propósito único a colocação de cotas junto a investidores estrangeiros, sendo o valor mínimo por investidor de US\$ 5.000,00. Essa tarefa pode ser realizada diretamente pelo fundo ou por uma “holding” constituída fora do país. Em qualquer dos casos, o fundo tem de ter um administrador nacional, o qual pode ser uma corretora, distribuidora ou banco de investimento.

⁸ Dados obtidos na Pág. 23 da revista “Investimentos Externos”, nº 14, julho de 1996, editada pela ANBID.

⁹ Rentabilidade referente ao mês de junho de 1996.

Vale ressaltar que no caso de o investimento ocorrer via “holding” estrangeira, ela será, para todos os efeitos, a única investidora do fundo. Dessa forma, os investidores não adquirirão cotas do Fundo, mas sim ações da “holding”.

Os estatutos de um FICE precisam ser aprovados pela CVM. Conseguido isso, o Fundo tem sessenta dias - prorrogáveis por mais sessenta - para colocar junto a investidores pelo menos o mínimo de cotas que o administrador considere suficiente para tornar o FICE economicamente justificável.

O BACEN exige que o Fundo apresente uma lista com os nomes de todos os investidores. Normalmente, o capital estrangeiro é registrado em nome dos investidores estrangeiros que detêm cotas do fundo. No entanto, caso o investimento ocorra por intermédio de uma “holding”, o registro será feito em nome dessa. Toda vez que um Fundo contar com mais de 10 (dez) investidores, seu registro se fará em nome de um agente fiduciário.

O tratamento fiscal recebido pelos FICE é idêntico àquele das Sociedades de Investimento (vide Quadro II).

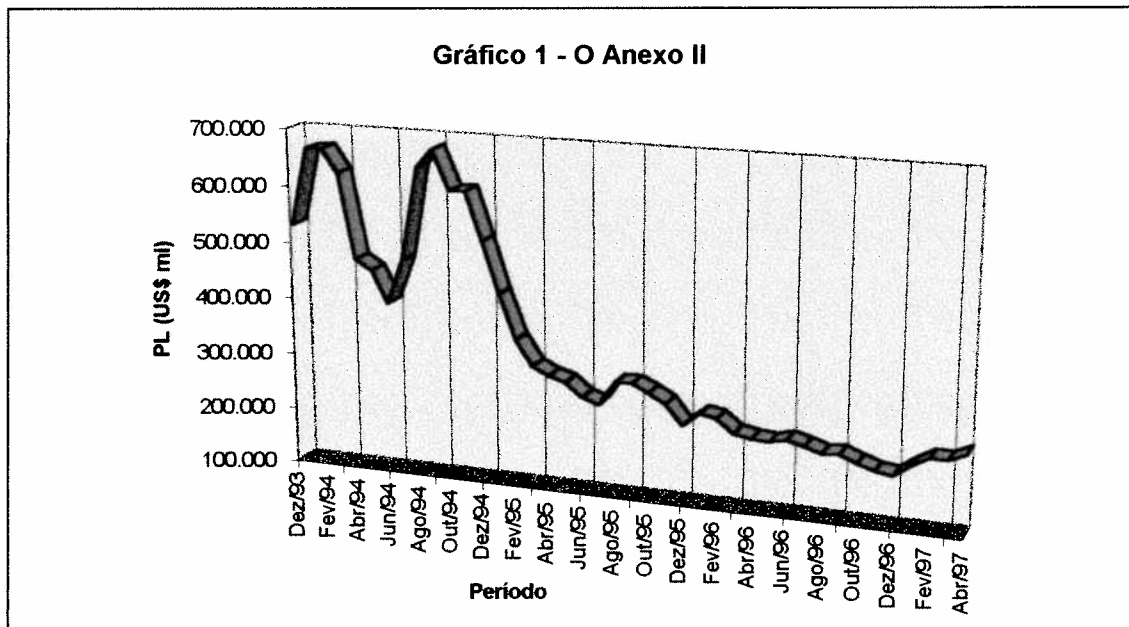
No Anexo II, as regras básicas para a constituição da carteira e para a diversificação de risco são:

- mínimo de 70% em ações de companhias abertas adquiridas em Bolsa de Valores ou em mercado de balcão organizado, ou por subscrição;
- os recursos remanescentes podem ser aplicados em títulos da dívida estadual ou federal e em outros valores mobiliários de emissão de companhias abertas

(Obs.: a partir de fevereiro de 1996, foi vedada a aquisição de valores mobiliários de renda fixa);

- as regras para diversificação de risco são as mesmas estabelecidas no Anexo I, mas não precisam ser seguidas caso todos os investidores sejam institucionais.

Segundo os dados consolidados fornecidos pela CVM, o patrimônio líquido dos investimentos via Anexo II era de US\$ 242.250 mil em abril de 1997, contra apenas US\$ 46.836 mil via Anexo I no mesmo mês. Abaixo, encontra-se o gráfico com as variações no patrimônio líquido consolidado dos FICE no período compreendido entre dezembro de 1993 e abril de 1997¹⁰:



10

Desde que foi baixada a Resolução 1.289/97, 35 registros para Anexo II foram concedidos, dos quais 26 se encontravam em funcionamento em abril de 1997 (patrimônio líquido total, nesta data: US\$ 250.380 mil). O quadro a seguir apresenta dados pertinentes aos FICE em junho de 1996: ¹¹

Quadro IV - Anexo II: Principais Características

Nome	Instituição	PL (US\$1000)	Rentabilidade (%)		Participação(%)
			Mensal	Anual	
Ativa	Ativa	352.21	3,87	38,15	0,15
BIF	Unibanco	48,936.57	9,73	36,57	20,89
Brasilvest	Unibanco	3,783.43	5,07	(1,66)	1,61
Citibrasil	Citibank	2,794.12	(0,84)	12,66	1,19
Efla-Brazil	Bozano	41,032.41	3,17	29,87	17,51
Equity Fund Brazil	Bozano	92,900.73	2,72	28,18	39,39
Exprinter	Exprinter	1,338.39	4,24	19,61	0,57
Fair Fund I	Fair	576.86	2,13	(11,36)	0,25
Income	Hedg.-Griffo	532.86	4,46	22,77	0,23
Interfinance Fice	Interfinance	0.00	---	---	---
Liberal	Liberal	1,268.35	0,59	25,29	0,54
Liberal XA	Liberal	10,500.60	2,79	(10,16)	4,48
Lloyds Prime Stock	Lloyds	3,752.65	3,15	28,03	1,60
Rally	Bozano	8,771.32	(1,45)	(19,12)	3,74
Royal	Icatu	61.58	13,39	30,03	0,03
Share	Icatu	1,239.99	6,56	21,41	0,53
SLW Associados	SLW	2,797.15	1,14	14,87	1,19
SLW Conversão	SLW	2,172.12	(0,89)	12,70	0,93
Sudameris Brazil	Sudameris	1,067.86	4,88	16,03	0,46
Templeton	Unibanco	9,827.55	5,41	20,71	4,19
Unitas	Unitas	407.43	8,52	27,88	0,17
Vértice	Vértice	532.49	(0,09)	6,31	0,23
Vértice III	Vértice	226.47	(0,54)	16,19	0,10
Vértice V	Vértice	10.85	6,68	31,27	0,00
Total		234,273.97			100%

¹¹ Dados obtidos na pág. 21 da revista "Investimentos Externos", nº 14, julho de 1996, editada ANBID.

2.2.3 - Carteiras de Investimento - Anexo III

As Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários - Capital Estrangeiro (“Carteiras de Investimento”) foram criadas com base no artigo segundo do Decreto-lei nº 2.285, de 23/07/86, e regulamentadas pelo Anexo III à Resolução nº 1289/87. Trata-se de carteiras detidas no Brasil por entidades de investimento coletivo constituídas no exterior para o fim específico de fazer investimentos no mercado brasileiro.

A administração da carteira deve ser exercida por banco de investimento, corretora ou distribuidora com sede no Brasil em conjunto com a entidade estrangeira. Essa última tem de ter seus valores mobiliários negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado estrangeiro. O capital estrangeiro é registrado em nome da entidade de investimento que detiver a Carteira.

Para se criar uma Carteira de Investimento, é necessário uma autorização prévia da CVM, órgão que também é responsável por seu monitoramento. O valor mínimo inicial da carteira foi fixado em US\$ 100.000.000,00 pela Resolução CVM nº 51, de 26/06/1987.

O tratamento fiscal recebido pelas Carteiras de Investimento é idêntico àquele das Sociedades e dos Fundos de Investimento de Capital Estrangeiro (vide Quadro II). Também as regras de composição da carteira são as mesmas estabelecidas no Anexo II. A grande vantagem do Anexo III em relação aos Anexos anteriores é que não se sujeita a regras para a diversificação de risco.

Desde 1987, só foi concedido um registro de Anexo III. Em fevereiro de 1996, o valor de mercado dessa única carteira alcançava US\$ 343.762 mil, o que correspondia a

49% do total das aplicações nos três primeiros Anexos. Essa carteira era composta integralmente por ações.

2.2.4 - Depositary Receipts - Anexo V

Em maio de 1992, foi autorizada uma nova forma de captação de recursos no exterior direcionados para o mercado de capitais brasileiro: os Depositary Receipts (“DR’s”), que passaram a constituir o Anexo V da Resolução nº 1289/87. Os DR’s foram definidos em regulamento como “certificados representativos de ações ou outros valores mobiliários que representem direitos a ações, emitidos no exterior por instituição depositária, com lastro em valores mobiliários depositados em custódia específica no Brasil”.

Através desse Anexo, uma instituição brasileira toma sob sua custódia ações e outros valores mobiliários obtidos via emissão primária de companhias abertas ou comprados no mercado secundário. É exigido que tais ações sejam de companhias abertas, registradas na CVM e negociadas em Bolsa de Valores.

Posteriormente, a Instituição Custodiante celebra um contrato com um banco no exterior (“Instituição Depositária”), dispendo sobre a emissão de certificados representativos das ações custodiadas. Tais emissões devem seguir as regras aplicáveis à negociação dos títulos no exterior, tendo então de se enquadrar nos padrões internacionais de registro de valores mobiliários. A empresa emitente, por seu turno, tem de seguir as normas de contabilidade adotadas no exterior.

Os DR's podem ser de vários tipos: ADR's - American Depositary Receipts ; EDR's - European Depositary Receipts ; CDR's - Certificated Depositary Receipts ; IDR's - International Depositary Receipts ; e GDR's - Global Depositary Receipts.

Dentre os tipos acima, indubitavelmente, os mais relevantes são os ADR's, uma vez que os Estados Unidos da América são o maior mercado desse tipo de captação. Os ADR's foram criados no fim da década de 1920 como forma de facilitar o investimento de norte-americanos em empresas não-americanas¹². Os primeiros ADR's de empresas da América Latina apareceram no início da década de 1990. Atualmente, existem mais de 1.200 ADR's de empresas do mundo inteiro sendo negociadas no mercado norte-americano.¹³

Os ADR's podiam ser de duas categorias, inicialmente: os patrocinados e os não-patrocinados; porém esses últimos caíram em desuso. Quanto à primeira categoria, ela tem como característica a existência de uma empresa patrocinadora ("Patrocinadora"), que é definida no Art. 1º, Cap. I, da Resolução nº 1.927 como "companhia aberta no Brasil emissora das ações ou valores mobiliários objeto do Programa de 'Depositary Receipts' e signatária de contrato específico com Instituição Depositária".

De acordo com a forma de lastro - em ações pré-existentes ou resultantes de uma nova emissão -, o tipo de lançamento e o local de sua negociação - balcão ou bolsa de valores -, os ADR's são divididos em diferentes níveis.

Os ADR's de Nível I representam a forma mais simples de se entrar no mercado norte-americano e, por essa razão, têm sido a categoria mais utilizada pelas empresas nacionais. Os ADR's são, nesse caso, certificados representativos de ações adquiridas no

¹² The Bank of New York, "American Depositary Receipts"

¹³ Câmara de Liquidação e Custódia S/A, "ADR's - American Depositary Receipts"

mercado secundário brasileiro. Além disso, são negociados, exclusivamente, em mercado de balcão, o que significa não ser necessário atender às normas contábeis norte-americanas e às exigências da “Securities and Exchange Commission” (equivalente norte-americana da nossa Comissão de Valores Mobiliários). Então, o ADR de Nível I não visa ao levantamento de recursos no exterior pela emitente das ações, mas sim atornar o papel e a empresa patrocinadora mais conhecidos no mercado norte-americano, facilitando uma emissão primária futura.

Os ADR's de Nível II também não se destinam a novas emissões. Porém, nesse nível ocorre o registro em Bolsa norte-americana, que pode ser a NYSE (New York Stock Exchange), AMEX (American Stock Exchange) ou o NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System). Para tal, além de atender às exigências das bolsas de valores, o programa deve enquadrar-se nas regras de elaboração das demonstrações financeiras adotadas nos E.U.A. (“Generally Accepted Accounting Principles” - GAAP). Adicionalmente, é recomendável que o lançamento do programa seja amplamente divulgado. Até hoje, ações de apenas duas empresas brasileiras foram objeto de lançamento de ADR Nível II: as da Telebrás, tendo ocorrido duas operações (uma em 1992 e outra em 1994); e as do Unibanco, em maio de 1997 (a maior emissão de ADR's do Brasil, com captação de US\$ 1,07 bilhão. Esse valor poderá se elevar para US\$ 1,23 bilhão, caso, ao fim do corrente semestre, os investidores resolvam exercer a opção de “green shoe”, isto é, venda adicional de 15% do total de ações¹⁴.

No caso de ADR's de Nível III, há emissão primária de ações no Brasil e dos certificados representativos nos EUA. Além das exigências aplicadas ao Nível II, a SEC impõe requisitos extras: informações detalhadas sobre possíveis problemas trabalhistas,

fiscais, comerciais, civis e ambientais, assim como indicação do patrimônio e endividamento da empresa. Também se requer larga divulgação do programa de lançamento.

Assim, o Nível III tende a se restringir a grandes empresas, pois só elas estão aptas a prestar informações bastantes pormenorizadas, como costuma exigir o investidor estrangeiro, além de poderem arcar com os altos custos de um programa desse porte. Até o fim de maio de 1997, apenas a Aracruz Celulose e a Multicanal Participações realizaram um lançamento de ADR's de Nível III.

Uma última categoria de lançamento de ADR's é conhecida como Regra 144A (numa referência ao número da regra da SEC a eles aplicável). Tal tipo de ADR's só é negociado no mercado de balcão. Não é necessário que se atenda às exigências da SEC para os outros níveis citados, nem às regras contábeis norte-americanas (US GAAP), nem às formalidades para negociação em bolsa de valores. Há emissão primária de ações no Brasil, mas seus certificados representativos são colocados apenas junto a compradores institucionais qualificados. São considerados QIB's ("Qualified Institutional Buyer") os investidores institucionais com patrimônio em ações superior a 100 milhões de dólares. A empresa patrocinadora deve realizar um trabalho de divulgação junto aos QIB's antes de fazer a colocação dos papéis no mercado.

No caso de os ADR's lançados pela Regra 144A não serem comprados, esses devem ser cancelados e as ações que eles iriam representar deverão ser negociadas no mercado brasileiro. Caso os ADR's sejam comprados, os QIB's podem negociá-los entre

si ou com investidores não-americanos; passado um período de três anos, podem negociar com qualquer investidor norte-americano¹⁵.

Segundo a legislação brasileira, é de responsabilidade da Instituição Custodiante, em nome da Instituição Depositária, fazer o registro dos recursos movimentados no Departamento de Capitais Estrangeiros (FIRCE) do Banco Central do Brasil. Esse último emite um Certificado de Registro, no qual serão registradas todas as operações cambiais referentes às negociações do programa de ADR's em questão.

Há fechamento de um contrato de câmbio toda vez que um investidor estrangeiro adquira ações em uma bolsa de valores no Brasil para conversão em ADR's (nesse caso, há uma entrada de recursos em moeda estrangeira), ou, sempre que ocorra uma venda de ações em bolsa de valores nacional em razão de um cancelamento de ADR's (no caso, há uma saída de recursos em moeda estrangeira).

Essa possibilidade de conversão de ADR's em ações no Brasil - e vice-versa -, é uma das principais razões do sucesso dos programas de ADR's brasileiros. O diferencial de preços das ações no mercado brasileiro e dos ADR's no mercado norte-americano cria a oportunidade de ganhos com arbitragem.

Há duas formas de conversão de ações em ADR's. A primeira consiste na compra de ações em bolsa de valores brasileira, via corretora local, para a emissão de ADR's pela Instituição Depositária nos EUA. A corretora registra no sistema da bolsa de valores que a operação é destinada à emissão de ADR's, fazendo com que a liquidação seja realizada na conta da Instituição Custodiante do programa de ADR em questão. A liquidação financeira ocorre no terceiro dia útil posterior ao do fechamento da operação

¹⁵ Monografia Final de Curso de Marcelo de Aguiar Oliveira, "ADR's: Uma Nova Forma de Captação e Investimentos Externos".

(D+3), necessitando, para tal, que o investidor estrangeiro efetue uma remessa de recursos do exterior, que serão negociados por meio de um contrato de câmbio. Em D+4, a Instituição Custodiante envia ordens para que a Instituição Depositária emita as ADR's.

A segunda forma de conversão de ações em ADR's é a transformação da modalidade de investimento: de Anexo IV para Anexo V. Nessa forma, há um investidor institucional estrangeiro que já possui ações em sua carteira. Elas estão custodiadas no Brasil e registradas consoante as normas do regulamento Anexo IV. Para que ocorra a transformação da modalidade de investimento, há a necessidade de comunicação do fato ao BACEN, onde ocorre um processo burocrático que demora dois ou três dias. Posteriormente, a Instituição Custodiante envia instruções para que a Instituição Depositária emita os ADR's.

Existem também duas maneiras de se converter ADR's em ações. A primeira decorre da decisão, por parte de um investidor estrangeiro titular de um ADR, de vender as ações a ele correspondentes no mercado brasileiro. Para tal, o investidor devolve o ADR à Instituição Depositária, acarretando o cancelamento do ADR. Concomitantemente, o investidor ordena a uma corretora no Brasil que venda as ações. A Instituição Depositária envia à Instituição Custodiante uma ordem para transferir as ações para a corretora brasileira encarregada da sua venda.

A segunda maneira de conversão de ADR's em ações é a transformação da modalidade de investimento: de Anexo V para Anexo IV. Nesse caso, também ocorre cancelamento de ADR's; porém, não há venda de ações no mercado brasileiro. O que acontece nesse caso é que as ações correspondentes aos ADR's são transferidas para a carteira Anexo IV do investidor institucional estrangeiro (o qual era o titular dos ADR's

canceladas). Para tal, o BACEN deve ser notificado. Ele atualiza o registro do capital estrangeiro e dá autorização para a Instituição Custodiante realizar a transferência.

Os investimentos em Anexo V recebem o seguinte tratamento tributário:

- Os ganhos de capital são isentos de Imposto de Renda (IR), mesmo quando da transferência para outra modalidade de investimento;
- Os rendimentos se sujeitam ao IR apenas no momento da remessa dos recursos para o exterior ou quando da transferência para outra modalidade de investimento;
- Dividendos e bonificações são tributados na fonte à alíquota de 15% apenas se provenientes de lucros auferidos pelas empresas até 31/12/95 ou à 0% se auferidos a partir de referida data;
- O ingresso de capitais para aplicações em títulos e valores mobiliários paga 0% de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF)¹⁶;
- As remessas ao exterior para pagamento de comissões e despesas decorrentes de operações com ADR's não se sujeitam ao IR.

Até fim de maio de 1997, havia 57 empresas brasileiras com ADR's emitidos e mais 2 programas de lançamento de ADR's sendo analisados. A seguir, um quadro resumindo os programas de ADR's realizados pelas empresas brasileiras¹⁷ :

¹⁶ O tributo se chama, atualmente, "Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio, Seguro ou Relativas a Títulos e Valores Mobiliários", mas continua a ser mais conhecido pelo nome que tinha anteriormente, correspondente à sigla "IOF".

¹⁷ Dados obtidos nas publicações "Informativo CVM" (diversos números), na revista "Investimentos Externos" (diversos números), em artigos de jornal e na Monografia Final de Curso de Marcelo de Aguiar Oliveira, "ADR's: Uma Nova Forma de Captação e Investimentos Externos".

Quadro V - Programas de ADR's Brasileiros:

EMPRESA	NIVEL	DEPOSITARIO	CUSTODIANTE	DATA EMISSÃO	VOLUME (US\$ MILHÕES)
Aracruz Celulose S.A.	III	Bank of New York	Bradesco	Jun/92	244,68
Telebrás	II	Bank of New York	Itaú	Out/92 e Nov/94	3.825,72
Votorantim Celulose e Papel S.A.	I	Morgan	J.P.Morgan	Nov/92	10,27
Copene Petroquímica do Nordeste S.A.	I	Bank of New York	Itaú	Jan/93	28,21
Cemig (PN)	I/Regra 144A	Citibank	Itaú	Jun/93	433,28
CSN	I	Citibank	Itaú	Nov/93	82,63
Cia. Suzano de Papel e Celulose	I	Bank of New York	Itaú	Nov/93	5,55
Eucatex S.A. Ind. e Com.	I	Citibank	Itaú	Jan/94	0,00
Tecelagem Kuehnrich S.A.	I	Citibank	Itaú	Fev/94	0,01
Vale do Rio Doce	I	Morgan	CLC	Fev/94	343,33
CESP	I	Bank of New York	Itaú	Fev/94	131
São Paulo Alpargatas (ON)	I	Bank of New York	Itaú	Abr/94	1,51
São Paulo Alpargatas (PN)	I	Bank of New York	Itaú	Abr/94	0,03
lochpe-Maxion S.A.	I	Bank of New York	Itaú	Mai/94	15,12
Bombril S.A.	I	Morgan	J.P.Morgan	Jun/94	2,06
CTM Citrus S.A.	I	Bank of New York	Itaú	Jun/94	65,08
Cia. Siderúrgica de Tubarão	Regra 144A	Morgan	CLC	Jul/94	17,54
Refrigeração Paraná S.A.	I	Citibank	Itaú	Jul/94	44,09
Acesita (PN)	I	Morgan	J.P.Morgan	Jul/94	45,27
Sementes Agroceres S.A.	I	Bank of New York	Itaú	Jul/94	0,00
Acesita (ON)	I	Morgan	J.P.Morgan	Ago/94	4,10
Centrais Elétricas de SC (ON)	I	Citibank	Itaú	Set/94	-
Centrais Elétricas de SC (PNB)	I	Citibank	Itaú	Set/94	0,28
Usiminas	I/Regra 144A	Bank of New York	Bradesco	Set/94	261,39
Ceval Alimentos S.A.	I	Citibank	Itaú	Set/94	17,09
Ind. Klabin de Papel e Celulose S.A.	I	Bank of New York	Itaú	Nov/94	16,34
Rhodia-Ster S.A.	Regra 144A	Bank of New York	Itaú	Dez/94	75,87
Eletrobrás (PNB)	I	Morgan	CLC	Dez/94	310,68
Eletrobrás (ON)	I	Morgan	CLC	Dez/94	241,73
Bahia Sul Celulose S.A.	I	Citibank	Itaú	Dez/94	0,06
Makro Atacadista S.A.	Regra 144A	Citibank	Itaú	Mai/95	33,10
Lojas Americanas S.A.	I	Bank of New York	Bradesco	Jun/95	13,05
Cia. Brasileira de Distribuição	Regra 144A	Bank of New York	Itaú	Set/95	-
Lojas Arapuá S.A.	Regra 144A	Citibank	Itaú	Out/95	18,61
Petrobrás Distribuidora S.A.	I	Bank of New York	Itaú	Out/95	2,40
Cemig (ON)	I	Citibank	Itaú	Out/95	-
Cia.Siderúrgica Belgo-Mineira	I	Citibank	Itaú	Nov/95	0,00
Globex Utilidades (ON)	I	Bank of New York	Itaú	Fev/96	-
Oxiteno S.A. Ind. e Com.	I	Citibank	Itaú	Abr/96	-
Cia.Paranaense de Energia Copel (ON)	I	Bank of New York	Itaú	Abr/96	-
Elevadores Atlas	Regra 144A	-	-	2o sem.de 96	100,00
TV Filme	Regra 144A	-	-	2o sem.de 96	25,00
Cia.Paranaense de Energia Copel (PNB)	I	Bank of New York	Itaú	Ago/96	-
Cia. Cervejaria Brahma (PN)	I	Bank of New York	Itaú	Ago/96	-
Cofap	I	Bank of New York	Itaú	Ago/96	-
Marco Polo	I	Citibank	Itaú	Set/96	-
Celesc	Regra 144A	Citibank	Itaú	Set/96	125,00
Perdigão S.A. Com. e Ind.	I	Bank of New York	Itaú	Out/96	-
Brazil Realty S.A.	I	Citibank	Itaú	Out/96	52,00
Escelsa	I	-	Itaú	Nov/96	-
Born Preço S.A.	Regra 144A	Citibank	Lehman Brothers	Nov/96	43,38
Petrobrás Distribuidora S.A.	I	Citibank	Câmara Liq Cust.	Nov/96	-
Multicanal Participações	III	Bank of New York	Itaú	Nov/96	220,00
Cia. Cervejaria Brahma (ON)	I	Bank of New York	Itaú	Dez/96	-
Globex Utilidades (PN)	I	Bank of New York	Itaú	Dez/96	-
Makro Atacadista S.A. (ON)	I	Citibank	Itaú	Mar/97	-
Unibanco S.A.	II	Morgan Stanley	Itaú	Mai/97	1.070,00

CAPÍTULO III - ARCABOUÇO INSTITUCIONAL DAS CARTEIRAS

ANEXO IV

3.1 - Preâmbulo:

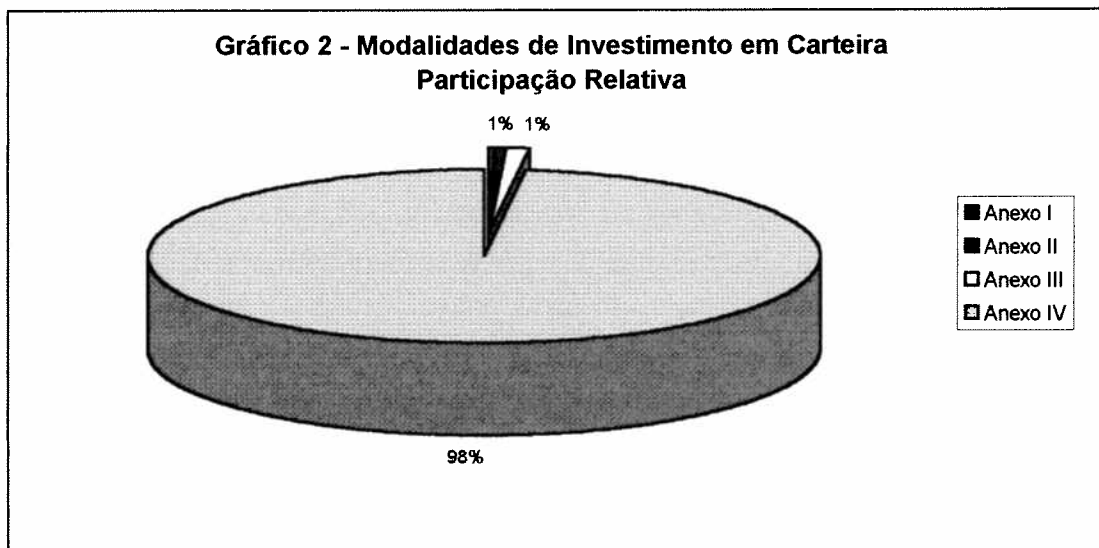
No Brasil, os investimentos em carteira apresentaram um incremento surpreendente nesta década de noventa: o ingresso líquido de recursos passou de US\$ 104 milhões em 1990 para US\$ 6.118¹⁸ milhões em 1996. Tal incremento, da ordem de 5.783%, tornou-se mais expressivo a partir do ano de 1991, não por coincidência o ano em que a Resolução nº 1.832, de 31/05/91, mandou acrescentar o Anexo IV à Resolução nº 1.289 de 20/03/87.

Como visto no capítulo anterior, as modalidades de investimento em carteira regulamentadas pelos Anexos I, II e III à Resolução nº 1.289/87, apesar de terem representado um avanço no processo de abertura dos mercados financeiro e de capitais brasileiros, criavam muitos entraves à circulação de capitais. O grande passo no sentido

¹⁸ Dado obtido no endereço do Banco Central do Brasil na Internet: notecon1.htm at www.bcb.gov.br

da desregulamentação foi dado com a admissão dos investimentos em carteira via Anexo IV.

A maior flexibilidade propiciada pela criação do Anexo IV é o principal motivo pelo qual essa modalidade de investimento tem a maior participação relativa no total de capitais estrangeiros destinados a investimentos em carteira, como indicado no gráfico abaixo¹⁹:



Entre as principais vantagens do Anexo IV, estão: a não exigência de diversificação da carteira (lembrando que as Sociedades de Investimento, os FICE e as Carteiras de Investimento Anexo III sujeitavam-se a limitações quanto aos tipos e percentuais de investimento) e uma definição menos restritiva do que venha a ser um “investidor institucional”. A seguir, apresentar-se-á o arcabouço institucional das Carteiras Anexo IV.

¹⁹ Dados obtidos na publicação “Informativo CVM” de abril de 1997.

3.2 - Definição de Investidor Institucional:

O Anexo IV disciplina a constituição e a administração de carteira de valores mobiliários mantida no Brasil por investidores institucionais constituídos no exterior. Portanto, a principal exigência é a de que o residente no exterior se enquadre na definição de “investidor institucional estrangeiro”, pormenorizada na Instrução CVM nº 169, de 02/01/1992. Nesta, há a determinação de que só pode obter o registro de “investidor institucional estrangeiro” o que se enquadrar em uma das seguintes categorias:

- (1) bancos comerciais, bancos de investimento, associações de poupança e empréstimo, custodiantes globais e instituições similares, desde que regulados e fiscalizados por autoridade governamental competente; ou
- (2) fundos de pensão e companhias seguradoras regulados por autoridade governamental competente e com ativos equivalentes a, no mínimo, US\$ 5.000.000,00; ou
- (3) sociedades e/ou entidades que tenham como objetivo distribuir emissões de valores mobiliários ou intermediar a negociação desses papéis, atuando por conta própria ou de terceiros, desde que sejam registradas e reguladas por órgão equivalente à CVM ou por ela reconhecido; ou
- (4) instituições sem fins lucrativos reguladas por autoridade fiscal competente, reconhecida pela CVM e cujos ativos sejam equivalentes a, no mínimo, US\$ 5.000.000,00; ou

(5) qualquer entidade que tenha por objetivo a aplicação de recursos nos mercados financeiro e de capitais, da qual participem pessoas físicas e jurídicas residentes e domiciliadas no exterior, e que não tenha sido constituída ou opere em benefício exclusivo de uma única pessoa física. Além disso, deve atender a algum dos critérios abaixo:

(a) ser registrada e regulada por órgão equivalente à CVM ou por ela reconhecido; ou

(b) ter, no mínimo, 30 sócios, acionistas, quotistas ou beneficiários e ativos equivalentes a, no mínimo, US\$ 5.000.000,00; ou

(c) ter, no mínimo, 5 sócios, acionistas, quotistas ou beneficiários e ativos equivalentes a, no mínimo, US\$ 15.000.000,00; ou

(d) ter ativos equivalentes a, no mínimo, US\$ 5.000.000,00 e uma administração de carteiras feita, de forma discricionária, por administrador profissional, registrado e regulado por autoridade governamental competente reconhecida pela CVM; ou

(e) ter ativos equivalentes a, no mínimo, US\$ 5.000.000,00, devendo ser todos os seus sócios, acionistas, quotistas ou beneficiários investidores que se enquadrem nos requisitos acima ou, sendo pessoas físicas, devem deter, individualmente, patrimônio superior ou equivalente a US\$ 1.000.000,00; ou

(f) serem todos os seus sócios, acionistas, quotistas ou beneficiários instituições descritas nos itens (1) a (5).

3.3 - Conta Própria ou Coletiva:

No Anexo IV, o investidor pode operar para si mesmo (“Contas Próprias”) ou para seus clientes (“Contas Coletivas”), os quais também devem ser investidores institucionais estrangeiros. A obtenção de registro de Conta Própria autoriza o investidor a movimentar a carteira apenas para si mesmo, ao passo que o registro de Conta Coletiva permite a ele manejar a carteira exclusivamente em nome de terceiros (os quais receberam no mercado o apelido de “passageiros”).

No caso de um investidor desejar operar tanto para si quanto para terceiros, simultaneamente, é necessário que obtenha o registro de ambos os tipos de conta. Já na hipótese de o investidor optar por ser um “passageiro” de uma conta coletiva, ele pode escolher entre inúmeros bancos, corretoras e distribuidoras estrangeiros que são titulares de Contas Coletivas (vide tabela da página seguinte). Nesse caso, as providências relativas às operações da carteira devem ser realizadas pelo titular da Conta Coletiva, e não pelo “passageiro”. Até o término de abril de 1997, havia 3.022²⁰ investidores credenciados como participantes em Contas Coletivas.

²⁰

Dado obtido no Informativo CVM de abril de 1997.

Quadro VI - Registros de Investidores Institucionais Estrangeiros - Anexo IV (*):

Período	Registros em Conta Própria		Registros em Conta Coletiva	
	Concedidos	Cancelados	Concedidos	Cancelados
1991	27	-	18	-
1992	88	-	51	-
1993	81	-	71	-
1994	53	-	82	-
1995	13	-	32	-
1996 :	10	46	16	20
Jan	1	2	4	1
Fev	1	16	1	11
Mar	3	2	1	0
Abr	1	3	1	1
Mai	0	0	0	0
Jun	0	6	0	1
Jul	1	2	2	2
Ago	0	1	1	0
Set	0	4	3	1
Out	1	0	0	0
Nov	2	5	3	0
Dez	0	5	0	3
1997 :				
Jan	3	3	3	3
Fev	2	4	1	0
Mar	1	4	3	6
Abr	1	5	1	1
Total	279	62	278	30

(*) Fonte:CVM

3.4 - Registro do Investimento e da Carteira:

De acordo com a Lei nº 4.131/62, todos os aportes de capitais estrangeiros devem ser registrados no BACEN. No caso específico do Anexo IV, o registro se faz em nome do investidor institucional estrangeiro. Apenas o investimento inicial se sujeita a um procedimento mais burocrático; os posteriores são registrados eletronicamente pela instituição administradora. A importância do registro concedido pelo BACEN reside em

que, sem ele, não se pode proceder ao retorno do investimento ao país de origem, nem remeter para o exterior rendimentos e ganhos de capital.

Além do registro de capital estrangeiro mencionado acima, também é necessário que a carteira seja registrada pela CVM a pedido da instituição administradora, mediante a apresentação de uma série de documentos.

3.5 - Administrador e Custodiante:

Uma Carteira Anexo IV tem de estar sob a responsabilidade de uma Instituição Administradora constituída no Brasil e autorizada a exercer a atividade de administração de carteiras de títulos e valores mobiliários pela CVM. A escolha dessa instituição deve ser criteriosa, pois a ela cabe, com exclusividade, a realização dos seguintes atos: registrar o capital estrangeiro junto ao Banco Central; realizar todas as operações de câmbio inerentes aos investimentos via Anexo IV; efetuar as remessas de rendimentos, ganhos de capital e o retorno do investimento; cuidar da escrituração contábil da carteira; recolher os tributos incidentes sobre esta; guardar todo e qualquer documento que comprove o cumprimento das obrigações fiscais e cambiais; fornecer todas as informações referentes às carteiras para a CVM, o BACEN ou a Receita Federal. Além dessas obrigações estabelecidas por lei, à Instituição Administradora podem ser atribuídas outras, consoante o contrato de administração.

Para obter autorização para administrar uma Carteira Anexo IV, a Instituição Administradora tem de estabelecer e manter um departamento técnico especializado em análise de títulos e valores mobiliários; ou então deve firmar contrato com uma pessoa

física ou jurídica autorizada pela CVM para prestar o serviço de análise de títulos e valores mobiliários.

A CVM exige que a Instituição Administradora atribua a um de seus sócios ou diretores a responsabilidade direta tanto pela administração da carteira quanto pelas análises realizadas pelo departamento técnico. Tal pessoa, além de ser domiciliada no Brasil, deve: possuir experiência profissional de, no mínimo, três anos no mercado de capitais e/ou financeiro, atuando como administrador de recursos de terceiros; ou ter experiência profissional de, pelo menos, cinco anos em atividades exercidas no mercado de valores mobiliários, além de ser graduado em curso superior ou equivalente, feito no país ou no exterior, ou ter concluído curso reconhecido oficialmente de formação específica em mercado de capitais; ou comprovar ter experiência profissional de, pelo menos, sete anos no mercado financeiro e/ou de capitais.

Quanto ao serviço de custódia dos títulos e valores mobiliários da carteira, esse pode ser realizado pela própria Instituição Administradora. Porém, caso seja da vontade do investidor, o serviço pode ser feito por outra instituição, desde que credenciada pela CVM como custodiante.

3.6 - Composição da Carteira:

Uma das características mais marcantes do Anexo IV, que o torna mais atraente *vis-à-vis* os anexos anteriores, é a não exigência de diversificação da carteira. Não obstante, há algumas vedações quanto às operações factíveis, o que influencia a composição das Carteiras Anexo IV. Dentre essas restrições, as principais são:

- não é permitida a compra de valores mobiliários de companhias fechadas;
- “as negociações não poderão resultar na transferência, direta ou indireta, do controle de empresas ou entidades direta ou indiretamente controladas por pessoas naturais domiciliadas no Brasil para pessoas naturais ou jurídicas domiciliadas no exterior”²¹;
- é proibido locar, emprestar, caucionar ou empenhar os valores mobiliários ou os direitos a eles relativos;
- é vedada a negociação de ações em balcão não organizado ou organizado mas não reconhecido pela CVM;
- não é permitida a aquisição de valores mobiliários de renda fixa exceto nos casos de autorização expressa em lei; como se verá no capítulo seguinte, a regulamentação quanto a esse ponto variou diversas vezes ao longo do tempo, fazendo com que algumas formas de aplicações financeiras de renda fixa fossem ora permitidas, ora proibidas; atualmente, o único tipo de aplicação de renda fixa admissível é em debêntures conversíveis em ações;
- é proibido que, através dos valores mobiliários da carteira, o investidor adquira controle de, ou eleve sua participação direta ou indireta em, companhia controlada ou coligada.

²¹ Extraído de “Investimentos Estrangeiros em Carteira no Brasil - Guia da BOVESPA - Como Investir no Mercado Acionário Brasileiro”, de autoria de Pinheiro Neto - Advogados, São Paulo, Brasil.

Então, como visto acima, o aparato regulatório das Carteiras Anexo IV não impõe qualquer exigência de diversificação de risco. O administrador de uma carteira desse tipo pode, se assim o desejar, concentrar todos os seus recursos em ações de uma única companhia, desde que não obtenha o controle acionário da mesma.

CAPÍTULO IV - ANÁLISE DOS EFEITOS DAS ALTERAÇÕES NA BASE
LEGAL SOBRE OS INVESTIMENTOS EM ANEXO IV

Desde que a Resolução nº 1.832 estabeleceu a inclusão do Regulamento Anexo IV à Resolução nº 1.289, em maio de 1991, até maio de 1997, o arcabouço legal das Carteiras Anexo IV sofreu diversas alterações. Essas se deveram a necessidade do governo brasileiro de adequar a captação de recursos externos aos fatores condicionantes de sua política econômica e às oscilações no fluxo de capitais. Como se verá, de acordo com a conjuntura econômica do período, o intuito do governo é ora o de freiar, ora o de estimular, a entrada de recursos externos.

Tanto em 1990 quanto em 1991, o Brasil apresentou saldos em transações correntes deficitários de US\$ 3.782 milhões e US\$ 1.407 milhões, respectivamente. Nesses dois anos, os investimentos externos em portfólio eram irrisórios, tendo sido o saldo de 1990 de US\$ 104 milhões, e o do ano seguinte, US\$ 571 milhões. Assim, eram insuficientes para amenizar o déficit na conta capital brasileiro (o qual ficou em torno de US\$ 4,5 bilhões em cada um dos dois anos). Em consequência, o balanço de pagamentos também foi deficitário no período.

Diante desse conjuntura, as mudanças na regulamentação tinham como intuito facilitar a entrada de capitais. A principal delas, como já enfatizado, foi a regulamentação

do Anexo IV. Tal regulamento foi crucial para o aumento do volume de investimentos externos em moeda em 524% entre 1991 e 1993. Os investimentos externos em portfolio apresentaram saldo de US\$ 1.704 milhões em 1992 (o que corresponde a 59,6% do total de investimentos externos em moeda do período), e de US\$ 6.591 milhões em 1993 (93,3% dos investimentos externos em moeda).

Em 1993, os responsáveis pela política econômica brasileira deparavam-se com um quadro inverso ao do início da década: tanto o saldo de transações correntes, quanto o da conta capital, quanto o balanço de pagamentos foram superavitários no ano precedente (saldos, em milhões de dólares, de 6.143, 25.271 e 30.028, respectivamente). É nessa conjuntura que o governo passou a adotar uma postura de seleção dos influxos de capitais, como forma de diminuir o ritmo de crescimento de sua dívida interna.

Essa nova postura se refletiu, no contexto das Carteiras Anexo IV, na decisão do Conselho Monetário Nacional (CMN) de proibir, em agosto de 1993, o investimento dos recursos dessas carteiras em títulos de renda fixa. Foram expressamente proibidas as aplicações do capital ingressado via Anexo IV em Notas do Tesouro Nacional (NTN) e em fundos de commodities. As conseqüências de tal medida são expostas em GARCIA, Márcio G. P. e BARCINSKI, Alexandre (julho 1996: 15):

“Em agosto de 1993, havia US\$ 1.720 milhões das Carteiras Anexo IV investidos em fundos e títulos com características de renda fixa quando esses investimentos foram proibidos. Por volta de setembro de 1993, essa cifra já havia caído a zero. Contudo, a alternativa encontrada pelo mercado para contornar a regulamentação e continuar a investir em renda fixa foi investir em debêntures. As cifras para esse tipo de investimento subiram de US\$ 275 milhões em agosto,

para US\$ 1.284 em setembro, US\$ 2.183 em outubro, e US\$ 3.011 em novembro”.

O efeito dessa alteração da base legal na composição das Carteiras Anexo IV pode ser vista no Quadro VII: em agosto de 1993, a participação do item “Outros” (no qual se incluem, por exemplo, as NTN’s cambiais e as moedas de privatização) era de 25,70% do total dos recursos, e, no mês seguinte, passou a ser 3,80%. Observar que, no mesmo período, a participação relativa do item “Debêntures” aumenta de 4% para 19%.

Nova vedação é imposta pelo CMN, em novembro de 1993, desta vez se referindo aos investimentos em debêntures. Neste mês, a participação relativa desse item era de 33% (vide Quadro VII), tendo esse percentual caído gradualmente ao longo dos meses seguintes, uma vez que apenas a aquisição de novas debêntures foi proibida, sendo permitido que as Carteiras continuassem a carregar as debêntures já adquiridas.

QUADRO VII - COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS ANEXO IV					
(PARTICIPAÇÃO %)					
MÊS	AÇÕES/ TOTAL	DEBÊNT. /TOTAL	DERIVAT./ TOTAL	OUTROS TOTAL	TOTAL
Jan/93	82,50	2,30	----	15,20	100,00
Fev/93	73,90	4,80	----	21,30	100,00
Mar/93	85,00	0,30	----	14,70	100,00
Abr/93	79,00	3,80	----	17,20	100,00
Mai/93	80,00	2,20	----	17,80	100,00
Jun/93	82,60	2,70	----	14,70	100,00
Jul/93	73,50	4,80	----	21,70	100,00
Ago/93	70,30	4,00	----	25,70	100,00
Set/93	77,20	19,00	----	3,80	100,00
Out/93	68,20	29,30	----	2,50	100,00
Nov/93	65,20	33,60	----	1,20	100,00
Dez/93	80,10	18,50	----	1,40	100,00
Jan/94	82,50	15,85	----	1,65	100,00
Fev/94	83,39	14,14	----	2,47	100,00
Mar/94	78,26	13,31	4,93	3,50	100,00
Abr/94	75,32	15,97	4,19	4,52	100,00
Mai/94	67,90	16,10	7,60	8,40	100,00
Jun/94	66,68	15,16	8,60	9,56	100,00

QUADRO VII - COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS ANEXO IV					
(PARTICIPAÇÃO %)					
MÊS	AÇÕES/ TOTAL	DEBÊNT. /TOTAL	DERIVAT./ TOTAL	OUTROS TOTAL	TOTAL
Jul/94	70,99	15,12	5,66	8,24	100,00
Ago/94	73,40	11,25	5,40	9,95	100,00
Set/94	78,10	12,30	3,20	6,40	100,00
Out/94	77,35	12,72	4,06	5,87	100,00
Nov/94	78,62	11,15	4,02	6,21	100,00
Dez/94	77,54	12,41	3,85	6,20	100,00
Jan/95	76,69	13,93	1,95	7,43	100,00
Fev/95	77,44	12,20	3,20	7,16	100,00
Mar/95	82,77	8,43	1,43	7,37	100,00
Abr/95	84,87	6,80	2,32	6,00	100,00
Mai/95	85,84	7,89	1,24	5,03	100,00
Jun/95	85,19	7,61	2,13	5,07	100,00
Jul/95	84,78	7,57	2,96	4,70	100,00
Ago/95	86,46	5,94	3,19	4,41	100,00
Set/95	86,35	6,02	3,01	4,62	100,00
Out/95	86,51	7,22	1,89	4,37	100,00
Nov/95	88,95	5,75	1,28	4,02	100,00
Dez/95	89,46	5,54	0,23	4,76	100,00
Jan/96	90,85	4,73	0,01	4,41	100,00
Fev/96	90,33	4,46	0,04	5,17	100,00
Mar/96	89,79	4,75	0,09	5,37	100,00
Abr/96	89,16	5,79	0,09	4,96	100,00
Mai/96	90,09	5,41	0,30	4,20	100,00
Jun/96	91,11	4,77	0,02	4,10	100,00
Jul/96	90,22	5,65	0,00	4,13	100,00
Ago/96	90,51	5,52	0,00	3,97	100,00
Set/96	91,06	5,27	0,00	3,67	100,00
Out/96	91,22	5,05	0,00	3,73	100,00
Nov/96	91,53	4,81	0,00	3,66	100,00
Dez/96	91,96	4,73	0,00	3,31	100,00
Jan/97	92,58	4,85	0,00	2,57	100,00
Fev/97	93,06	4,45	0,00	2,49	100,00
Mar/97	93,43	4,32	0,00	2,25	100,00
Abr/97	94,21	3,65	0,00	2,14	100,00

Ainda dentro do objetivo de vedar operações com características de renda fixa, em 17 de dezembro de 1993, o CMN estabeleceu a Resolução nº 2.034. Tal regulamento proibiu operações com derivativos que não visassem a proteção das posições detidas à vista ou que resultassem em rendimentos pré-determinados (como é o caso, por exemplo, das operações de Box).

Também, na resolução anteriormente citada, foi proibido todo e qualquer investimento de recursos ingressados via Anexo IV em valores mobiliários de (ou com

característica de) renda fixa que não fossem “moedas de privatização” (por exemplo, Títulos da Dívida Agrária, Debêntures da Siderbrás e Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento). Tal restrição se referia não apenas aos investimentos novos, mas também aos pré-existentes; esses últimos, no momento de sua venda, repactuação ou vencimento, deveriam ter seus recursos compulsoriamente resgatados das Carteiras Anexo IV. No entanto, o governo deixou ao investidor a opção de manter esses recursos no Brasil, e em renda fixa. Para isso, criou os Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro.

No início de 1994, o governo proibiu o investimento de recursos ingressados via Anexo IV em NTN's, entendendo não se tratarem essas de “moedas de privatização”. Dois meses depois, nova alteração na base legal: foi autorizada a cobrança de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre a entrada de capitais através dos mecanismos criados pelos Anexos I a V. A alíquota foi, inicialmente, estipulada em zero por cento. Isso significa que, embora não fosse a intenção do governo taxar a entrada de capitais naquele momento, ele tinha o intuito de sinalizar a possibilidade de taxaço futura. Como reflexo dessa alteração na base legal, o mês de março de 1994 apresentou uma saída recorde de recursos dentre todos os meses dos primeiros três anos de vigência do Anexo IV: US\$ 1.975,01 milhões. O saldo líquido de ingresso foi negativo nesse mês, tendo porém voltado a ser positivo nos meses seguintes (vide o Gráfico 3, ao fim deste capítulo).

Em 19 de outubro de 1994, o que era uma sinalização, se tornou um fato: os investimentos em Carteiras Anexo IV passaram a ser taxados com um IOF de 1%. No mesmo mês, foi proibido o direcionamento dos recursos das citadas carteiras em Fundos de Aplicações Financeiras (FAF's) e em moedas de privatização com características de renda fixa.

A crise mexicana de dezembro de 1994, embora não tenha provocado uma crise de mesma magnitude no Brasil, gerou a necessidade de o governo rever sua política econômica externa. No que tange as Carteiras Anexo IV, a crise do México fez com que o ingresso líquido de recursos para essas fosse negativo em dezembro de 1994, assim como nos três meses seguintes - desde a criação do Regulamento Anexo IV, jamais havia ocorrido saldo líquido negativo em dois ou mais meses consecutivos. Diante disso, em março de 1995, o governo publicou a Portaria nº 95, que retorna a alíquota do IOF a zero por cento.

Em 10 de agosto de 1995, a Resolução CMN nº 2.188 vedou o uso dos recursos das Carteiras Anexo IV em transações nos mercados de liquidação futura, sejam elas realizadas em bolsa de mercadorias e futuros ou em bolsa de valores.

Dois meses depois, ocorre o maior regresso de recursos nestes sete anos de vigência do Anexo IV: US\$ 3.093,86 milhões. No entanto, não houve nenhuma mudança na tributação no mês de outubro de 1995. O que ocorreu neste período foi a divulgação de um projeto governamental de taxaço sobre os ganhos de capital dos recursos em Anexo IV à alíquota de 15%²². O efeito desse projeto é relatado em Pereira, A. S. (março de 1996):

“Neste mês (outubro de 1995), mais que em outros meses, alguns administradores de recursos externos resgataram parte das ações das carteiras definidas pelo Regulamento Anexo IV, com o objetivo de utilizá-las como lastro para a emissão de Depositary Receipts (DR’S), que proporcionam as mesmas vantagens das ações que os lastreiam²³. (...) O Banco Chase, assim como muitas

²² As Carteiras Anexo IV foram criadas com isenção de tal tipo de tributo e continuam isentas até hoje.

²³ Os mecanismos de conversão de ações em ADR’s - e vice-versa - já foram explanados no capítulo II da presente monografia.

outras instituições administradoras, converteu ações no valor de cerca de US\$ 1 bilhão, em American Depositary Receipts (ADR's), negociadas na New York Stock Exchange /NYSE (Bolsa de Valores de Nova York), na qual não há incidência de imposto sobre ganhos de capital, eliminando assim o risco deste tipo de tributação”.

Então, esse episódio evidencia a alta sensibilidade dos fluxos de capitais do Anexo IV em relação não só a alterações na legislação, mas também a mera possibilidade de modificação na base legal, desde que essa altere a expectativa de rentabilidade da carteira.

Em 8 de fevereiro de 1996, nova mudança na regulamentação referente aos fundos e carteiras direcionadas aos investidores estrangeiros foi estabelecida. O intuito do governo era tornar ainda mais nítida a distinção entre as aplicações típicas de rendas fixa e variável. No que diz respeito aos Anexos I a IV, a Resolução nº 2.246/96 proibiu a aplicação de seus recursos em Títulos da Dívida Agrária (TDA's), Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND's) e Debêntures da Siderbrás, os quais têm características de renda fixa.

No dia 23 de janeiro de 1997, a Secretaria da Receita Federal estipulou a cobrança da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF). Conforme a regulamentação baixada, os investidores externos devem pagar CPMF ao fechar câmbio para entrada ou saída de capitais via Anexo IV. Nesse caso, a alíquota estabelecida foi de 0,2%. As operações feitas em bolsa de valores, quando realizadas com recursos das Carteiras Anexo IV, não são tributáveis. Contudo, há uma restrição: para permanecer isento da CPMF, o investidor estrangeiro só pode negociar uma ação

por outra; caso transfira os recursos aplicados em ações para debêntures ou renda fixa, sofrerá a incidência do imposto.

A introdução da CPMF causou muita polêmica em fins de 1996 e início de 1997. O principal argumento contra o novo tributo era que, com a imposição desse, os estrangeiros deixariam de realizar muitas das operações que habitualmente faziam no Brasil, para realizá-las diretamente numa bolsa de valores no exterior, através de Depositary Receipts.

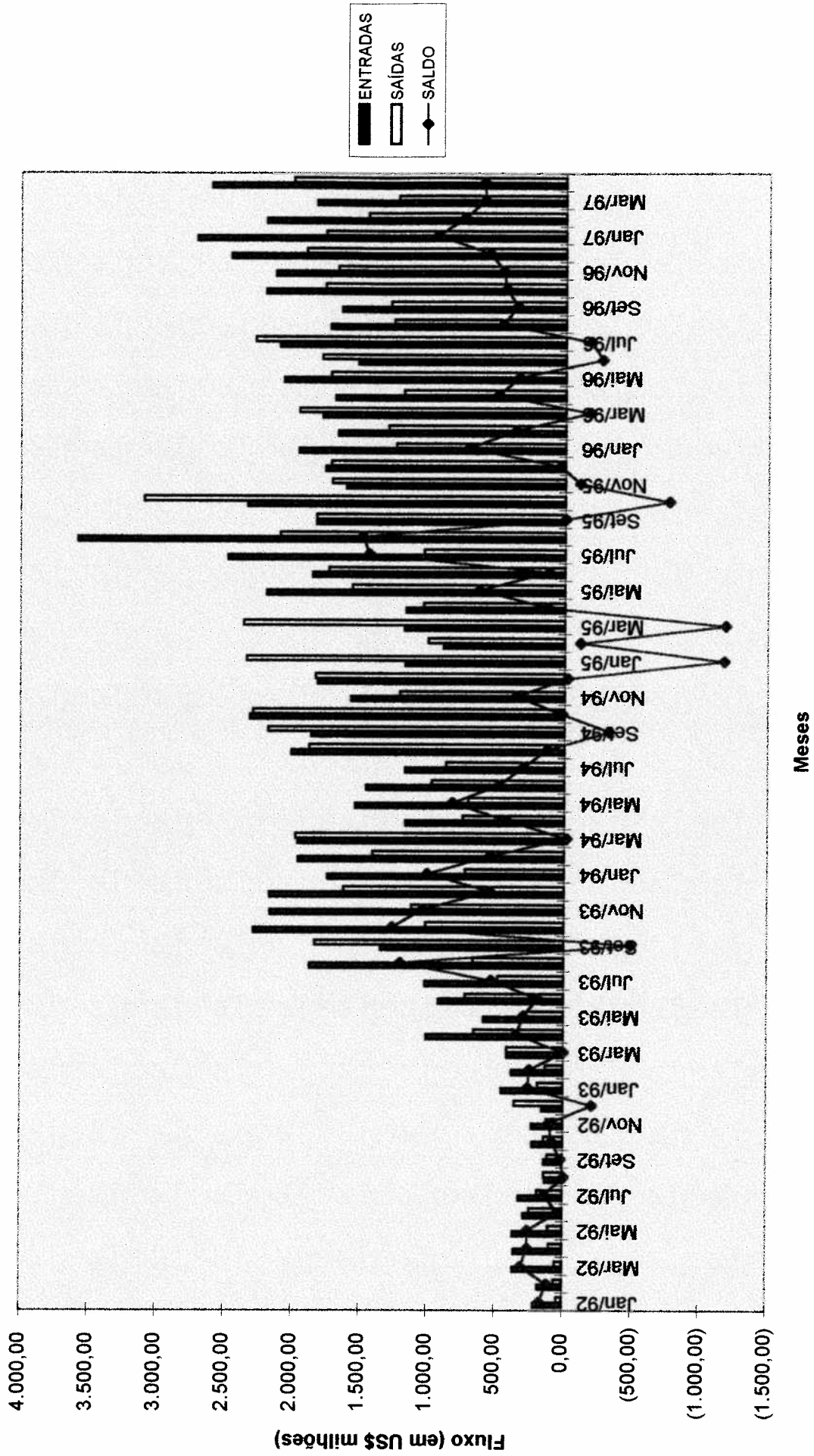
As estatísticas disponíveis até então pareciam fundamentar esse argumento: quando foram lançados, em dezembro de 1994, os ADR's da Telebrás representavam 19,49% de suas ações preferenciais, ao passo que, em 31 de dezembro de 1996, esse percentual já alcançava 40,79%; quanto a Vale do Rio Doce, o percentual passou de 5,39% para 13,22%, nas mesma datas. Os críticos da CPMF alegavam que o tributo intensificaria em muito essa tendência.

No entanto, apesar de, como visto no capítulo II, ter ocorrido um número considerável de lançamentos de ADR's brasileiros nos primeiros meses de 1997, esses não parecem ter ofuscado o brilho das bolsas nacionais. Pelo contrário, os investimentos estrangeiros em títulos e valores mobiliários aumentou muito no período, inclusive aqueles oriundos do regulamento Anexo IV (o saldo líquido de entradas acumulado no primeiro quadrimestre foi de US\$ 2.899,91 milhões).

Este quadro parece indicar que o custo adicional de 0,4% imposto ao investidor estrangeiro com a chegada do CPMF é irrisório perante sua expectativa de rentabilidade nas Carteiras Anexo IV. Provavelmente, o diferencial entre a rentabilidade das carteiras brasileiras e a dos investimentos alternativos disponíveis no mercado internacional foi suficientemente elevado para tornar a imposição do novo tributo inócua em termos de volume de capitais.

Em fins de maio de 1997, ocorreu uma última alteração na base legal capaz de influenciar a composição dos investimentos em Anexo IV. Esta autorizou os investidores estrangeiros a realizarem operações nos mercados futuros e de opções para se proteger de variações nos preços de ações ou na taxa de juros (“hedge”). Porém, continuará proibida a utilização do mercado de derivativos para a obtenção de ganhos com renda fixa (lembrando que foi a intensa prática de operações de “box” com os recursos provenientes do Anexo IV que precipitaram a proibição de os investidores estrangeiros operarem no mercado de derivativos brasileiro, em dezembro de 1993). Com essa nova lei, é provável que haja um aumento no fluxo de investimentos externos em bolsa, visto que se elevará a segurança desses - contudo, a presente monografia já terá sido concluída quando os efeitos desse novo regulamento se fizerem sentir.

Gráfico 3 - Fluxo de Recursos das Carteiras de Anexo IV



CONCLUSÃO:

Ao longo da década de 1990, o fluxo líquido de investimentos estrangeiros em carteira tem demonstrado ser o principal componente do fluxo de investimentos externos em moeda para o Brasil (tendo o primeiro uma participação relativa sobre o segundo superior a oitenta por cento, no período compreendido entre janeiro de 1990 e abril de 1997). O incremento da participação relativa dos investimentos estrangeiros em carteira se deveu ao surpreendente aumento que esses apresentaram em termos absolutos: o fluxo líquido de recursos, que era de US\$ 104 milhões, em 1990, passou a ser de US\$ 6.118 milhões, em 1996.

Essa espetacular elevação, de quase 6.000% no período, tornou-se mais expressiva a partir de 1991, ano em que a Resolução nº 1.832, em 31 de maio, mandou acrescentar o Anexo IV à Resolução nº 1.289 de março de 1997. Tal Anexo, como mostrado nos Capítulos II e III, representou um avanço no processo de eliminação de entraves à circulação de capitais *vis-à-vis* aos Anexos anteriores.

Assim, a maior flexibilidade ocasionada pela criação das Carteiras Anexo IV e o efeito dessa no incremento do fluxo líquido de recursos para o Brasil evidenciam o estímulo que a desregulamentação tem sobre a atração de recursos estrangeiros. De fato, demonstrou-se, ao longo dessa monografia, que o histórico da regulamentação sobre os

investimentos estrangeiros em carteiras revela correlação positiva entre a maior liberdade concedida aos investidores e o volume de investimentos direcionados ao Brasil.

Uma das características mais marcantes do capital ingressado via Anexo IV é sua volatilidade. Evidencia essa grande volatilidade o volume de recursos movimentado nas Carteiras Anexo IV, apresentando um valor acumulado entre o início de 1992 e o término de 1996 de US\$ 151.483 milhões, o que resulta numa média anual de US\$ 30.297 milhões.

Essa expressiva movimentação nos recursos, cria a necessidade de maior cuidado por parte do governo brasileiro na condução de suas políticas fiscais e cambiais. Ao mesmo tempo, tais políticas trazem reflexos no próprio fluxo de capitais das carteiras.

De fato, a presente monografia demonstrou a elevada sensibilidade dos fluxos de recursos das Carteiras Anexo IV em relação a mudanças na base legal (ou até mesmo a mera possibilidade de modificação na legislação), desde que essas alterem a expectativa de rentabilidade da carteira. Contudo, é importante ressaltar que o diferencial entre a rentabilidade das carteiras brasileiras e a dos investimentos alternativos disponíveis no mercado mundial foi suficientemente alto, em boa parte do período analisado, para tornar a elevação de um tributo (como foi o caso do IOF em outubro de 1994) ou a criação de nova taxaço (por exemplo, a CPMF em janeiro de 1997) inócuas em termos de volume de capitais.

BIBLIOGRAFIA:

- 1 - ANBID, "Investimentos Externos" (diversos números dessa publicação).
- 2 - ANDIMA, "Brasil para Investidores Estrangeiros".
- 3 - BEKAERT, Geert, GARCIA, Márcio G. P. e HARVEY, Campbell R., "The Role of Capital Markets in Economic Growth".
- 4 - CVM, "Relatório de Atividades - 1995".
- 5 - FERREIRA, Luiz Fernando M., "Curso de Câmbio e Operações Financeiras Internacionais - Módulo I".
- 6 - "Folha de São Paulo", 28/12/96, "Recurso Externo Triplica em Dezembro".
- 7 - GARCIA, Márcio G. P. e BARCINSKI, Alexandre, Texto para Discussão nº 357, "Capital Flows to Brasil in Nineties: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls".
- 8 - "Gazeta Mercantil", 13/01/97, "Bolsas na Expectativa com o Impacto da CPMF".
- 9 - "Gazeta Mercantil", 23 a 25/12/96, "Muda Qualidade do Dinheiro Externo no País".
- 10 - "Gazeta Mercantil", 13/01/97, "Fazenda Pode Mudar Regras de Contribuição".

- 11 - "Gazeta Mercantil", 16/01/97, "Nas Bolsas, US\$ 3,59 bi de Investimento Externo".
- 12 - "Gazeta Mercantil", 23/05/97, "Emissão do Unibanco é Recorde".
- 13 - "Informativo CVM", janeiro, setembro e dezembro de 1996 e abril de 1997.
- 14 - "O Globo", 18/02/97, "Estrangeiros Investiram US\$ 949 milhões em Janeiro".
- 15 - "O Globo", 16/01/97, "Bolsas Receberam 3,6 bi do Exterior em 96".
- 16 - "O Globo", 23/05/97, "CMN Limita Uso de Cartão no Exterior".
- 17 - OLIVEIRA, Marcelo Aguiar, Monografia de Final de Curso, "ADRs: Uma Nova Fonte de Captação e Investimentos Externos".
- 18 - PEREIRA, André Santos, Dissertação de Monografia, "Investimento em Portfólio e Financiamento Externo do Brasil: O Regulamento Anexo IV".
- 19 - PINHEIRO NETO - ADVOGADOS, São Paulo, Brasil, "Investimentos Estrangeiros em Carteira no Brasil - Guia da BOVESPA - Como Investir no Mercado Acionário Brasileiro".
- 20 - PINHEIRO NETO - ADVOGADOS, 31/01/94, "Procedimentos para Realização de Investimentos Institucionais Estrangeiros em Bolsa de Valores no Brasil - Guia Prático do Anexo IV".
- 21 - THE BANK OF NEW YORK, "American Depositary Receipts".

APÊNDICE: O DIFERENCIAL DA PARIDADE COBERTA SOBRE RENDA
VARIÁVEL

Como pode ser observado no gráfico 3 (no Capítulo IV), os saldos do fluxo de recursos das Carteiras de Anexo IV têm sido positivos desde agosto de 1996. Tendo-se em vista que o projeto de cobrança da CPMF começou a ser discutido no segundo semestre de 1996 e que a contribuição foi imposta em janeiro de 1997, temos uma indicação de que para o investidor estrangeiro o custo adicional de 0,4% com o advento da CPMF (0,2% ao fechar o câmbio para a entrada de capitais mais 0,2% para retirar os mesmos do Brasil) é irrisório diante de sua expectativa de rentabilidade nas Carteiras Anexo IV.

Uma boa medida do grau de atratividade das referidas carteiras talvez seja o que aqui se chamará de “diferencial da paridade coberta sobre renda variável” (“DRV”). Foge ao escopo da presente monografia um aprofundamento na análise desse diferencial, deixando-se tal como sugestão de um trabalho futuro. Neste apêndice, será proposta uma forma de cálculo para o diferencial da paridade coberta sobre renda variável, que se trata de uma aplicação do conceito conhecido em finanças internacionais como “diferencial da paridade coberta das taxas de juros”.

Sugere-se o cálculo da DRV através da seguinte equação:

$$\text{DRV} = \frac{(\text{IFB} / \text{IB})}{(1 + R_{us}) * (\text{F}_{dol} / \text{C}_{dol})}$$

Onde:

- IFB = índice futuro BOVESPA
- IB = índice BOVESPA
- R_{us} = Libor
- F_{dol} = preço futuro do dólar americano
- C_{dol} = preço corrente do dólar americano

Nas páginas seguintes se seguirão as planilhas montadas para o cálculo do DRV, assim como o gráfico 4, referente ao ao DRV calculado para o período compreendido entre janeiro de 1996 e março de 1997.

Dt Cot.		Datas			Índice Futuro BOVESPA			Ibovespa	ult. venc. líq. Numerador	ult. venc. líq. Dias úteis	ult. venc. líq. Dias corr
Dt Venc1	Dt Venc2	Dt Venc3	Venc. 1	Venc. 2	Venc. 3						
17/01/96	14/02/96		48634,00			48362	1,005624	20	28		
14/02/96	17/04/96		53046,00	53971,00		53308	1,012437	41	63		
13/03/96	17/04/96		47998,00			48055	0,998814	23	35		
17/04/96	12/06/96		49958,00	50816,00		50039	1,015528	38	56		
15/05/96	12/06/96	16/10/96	54817,00	55000,00	55500,00	54483	1,009489	64	91		
12/06/96	14/08/96	16/10/96	55074,00	56104,00	58000,00	55324	1,014099	45	63		
17/07/96	14/08/96		61429,00	61850,00		62146	0,995237	64	91		
14/08/96	14/08/96		62320,00	63817,00		62271	1,024827	44	63		
18/09/96	16/10/96		65568,00	67100,00		64896	1,033962	63	91		
16/10/96	16/10/96		67349,00	69029,00		67335	1,025158	44	63		
13/11/96	18/12/96		66636,00	69800,00		65709	1,062259	60	91		
18/12/96	12/02/97	16/04/97	68743,00	70894,00	72400,00	69104	1,025903	36	56		
15/01/97	12/02/97		77424,00	79000,00		76675	1,030323	61	91		
12/02/97	16/04/97		86555,00	89186,00		86706	1,028602	43	63		
12/03/97	16/04/97		94600,00	99850,00		94990	1,051163	65	98		
16/04/97	18/06/97		95520,00	98650,00		95650	1,031364	42	63		
14/05/97	18/06/97		103670,00	108330,00		102820	1,053589	64	91		

Dt Cot.= data das cotações dos índices futuros do dólar, do BOVESPA e do IBOVESPA
 Dt Venc1= data de vencimento do índice futuro BOVESPA mais próximo
 Dt Venc2= data de vencimento do segundo índice futuro BOVESPA mais próximo
 Dt Venc3= data de vencimento do terceiro índice futuro BOVESPA mais próximo
 ult.venc.líq.= último vencimento líquido (no caso, o segundo vencimento, sempre que ele existir)
 Dias corr= dias corridos entre Dt Cot e Dt Venc.

Dt Cot	Dólar Futuro					spot	Dólar Futuro					DenDol	Libor(*)	Denomin.	DRV	Meses Ref.
	d.u.	d.u.2	d.u.3	d.u.4	d.u.5		ajuste 1	ajuste 2	ajuste 3	ajuste 4	ajuste 5					
17/Jan/96	11	19	21	20	22	0,973	978,511	984,594	990,800	996,800		1,0063	5,42%	1,0105	-5,9139	Jan/96
14/Fev/96	10	21	20	22	19	0,981	985,117	991,461	997,700	1003,800		1,0120	5,17%	1,0211	-5,1247	Fev/96
13/Mar/96	13	20	22	19	23	0,985	990,050	996,328	1002,550	1009,300		1,0064	5,41%	1,0117	-13,1079	Mar/96
17/Abr/96	10	22	19	23	22	0,990	992,350	997,286	1002,200	1007,100		1,0080	5,54%	1,0167	-0,7468	Abr/96
15/Mai/96	13	19	23	22	21	0,996	998,425	1004,527	1010,750	1017,100		1,0168	5,60%	1,0312	-8,0387	Mai/96
12/Jun/96	13	23	22	21	22	1,001	1004,832	1011,380	1017,800	1024,300		1,0123	5,75%	1,0225	-4,4897	Jun/96
17/Jul/96	11	22	21	22	20	1,007	1010,661	1017,083	1023,500	1030,000		1,0179	5,84%	1,0329	-13,6059	Jul/96
14/Ago/96	13	21	22	20	21	1,013	1017,983	1025,880	1033,800	1041,900	1049,900	1,0146	5,71%	1,0248	0,0287	Ago/96
18/Set/96	9	22	20	21	22	1,020	1023,037	1029,350	1035,700	1042,050	1048,500	1,0177	5,82%	1,0327	0,5075	Set/96
16/Out/96	12	20	21	22	18	1,025	1027,398	1033,362	1039,350	1045,300	1051,200	1,0105	5,63%	1,0205	2,6474	Out/96
13/Nov/96	12	21	22	18	19	1,031	1034,867	1042,620	1050,400	1058,100	1066,075	1,0198	5,54%	1,0341	11,9394	Nov/96
18/Dez/96	9	22	18	19	21	1,038	1040,276	1047,930	1055,800	1063,910	1071,800	1,0107	5,57%	1,0195	4,5134	Dez/96
15/Jan/97	13	18	19	21	20	1,043	1046,840	1055,482	1064,493	1073,200	1081,800	1,0241	5,67%	1,0387	-3,3046	Jan/97
12/Fev/97	13	19	21	20	21	1,048	1053,206	1061,273	1069,600	1078,800	1088,083	1,0161	5,58%	1,0260	1,4952	Fev/97
12/Mar/97	12	21	20	21	23	1,054	1058,150	1065,250	1072,600	1080,425	1088,100	1,0237	5,77%	1,0398	5,5805	Mar/97
16/Abr/97	10	20	21	23	21	1,061	1065,607	1073,888	1082,114	1090,500	1098,600	1,0179				
14/Mai/97	12	21	23	21	22	1,068	1071,854	1080,443	1089,650	1098,900	1108,500	1,0240				

(*) Libor anual

d.u.= dias úteis até o fim do mês corrente

d.u.2= dias úteis do mês seguinte

d.u.3= dias úteis

spot= preço do dólar corrente

DenDol= termo do denominador do cálculo do DRV

Meses Ref. = meses aos quais o DRV calculado se referem

Gráfico 4 - O Diferencial da Paridade Coberta sobre Renda Variável

