

CNPQ-PIBIC

INVESTIMENTO
ESTRANGEIRO NA
BOVESPA APÓS O
PLANO REAL

ORIENTADOR: MARISA SANTANNA CARVALHO
ORIENTANDO: CLAUDIO GONÇALVES RONCHI

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	1
GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA	2
INVESTIMENTO	3
INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM CARTEIRA NO BRASIL	5
FORMAS E ESTRUTURAS PARA INVESTIR	6
SOCIEDADES DE INVESTIMENTO	7
FUNDOS DE INVESTIMENTO	9
CARTEIRAS ADMINISTRADAS	11
CARTEIRAS ANEXO IV	13
FUNDOS DE RENDA FIXA	15
FUNDOS DE CONVERSÃO	18
FUNDOS DE PRIVATIZAÇÃO	19
SOCIEDADES DE PARTICIPAÇÃO	22
EXIGÊNCIAS DE DIVERSIFICAÇÃO EM CARTEIRA	24
FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES	25
FUNDOS DE RENDA FIXA	26
HIPÓTESES DA PESQUISA	26
LIMITAÇÕES	26
CONCLUSÃO	28
BIBLIOGRAFIA	30

Introdução

Este trabalho tem como objetivo um maior conhecimento do processo de entrada de capital estrangeiro na Bolsa de Valores de São Paulo; e para que o trabalho seja mais direcionado, será feito um estudo do tipo de investimento externo em moeda que os investidores estrangeiros têm maior preferência. Este tipo de investimento será definido através de análise de dados, onde os que possuírem um maior volume de capital estrangeiro empregado em determinado investimento na Bolsa de Valores de São Paulo, serão os preferidos.

O trabalho começará explicando como a globalização financeira colaborou para o processo de entrada de capital estrangeiro, dando uma visão simplificada das dimensões da globalização financeira.

O enfoque seguinte será dado à globalização financeira, como ela deu, suas dimensões e como ela contribuiu para o crescimento do investimento estrangeiro na Bolsa de Valores de São Paulo.

Haverá uma definição dos canais de investimento pelos quais o capital estrangeiro pode fluir, além da definição conceitual dos mesmos e também da legislação referente a cada um deles no Banco Central. Será feito um estudo mais detalhado dos que possuem um maior volume de capital estrangeiro aplicado na Bovespa.

O uso de tabelas será necessário, e haverá para estas uma parte do trabalho para que a análise feita seja mais precisa possível para auxiliar as conclusões.

Globalização Financeira

A globalização financeira pode ser entendida como um fenômeno que tem três dimensões que se reforçam mutuamente. A primeira refere-se à maior integração entre os sistemas financeiros nacionais, principalmente dos países desenvolvidos e um número reduzido dos chamados “mercados emergentes”. Esta maior integração não é um fenômeno novo, visto que ela veio do final dos anos cinquenta com a conversibilidade das moedas européias, foi ampliada a partir dos anos setenta com os mercados de euromonedas, e foi acelerada com a desregulamentação financeira dos anos oitenta. Não há dúvida de que os progressos nas telecomunicações e na informática foram necessários para esta maior integração financeira internacional.

A segunda dimensão da globalização financeira refere-se ao acirramento da concorrência no que diz respeito ao sistema financeiro internacional. A maior contestabilidade reflete a crescente disputa de mercados por bancos de diferentes origens (principalmente, americanos, europeus e japoneses), e entre bancos e instituições financeiras não bancárias.

A terceira dimensão da globalização é o avanço do processo de internacionalização da produção de serviços financeiros, no sentido de que residentes de um país têm acesso cada vez maior a serviços financeiros fornecidos por residentes de outro país. Os fatores determinantes deste processo foram a criação de novos instrumentos financeiros, as mudanças nas estratégias de diversificação dos investidores institucionais e a própria instabilidade do sistema monetário internacional após a ruptura do sistema de Bretton Woods.

Investimento

Como o título do trabalho se refere à investimentos, primeiramente seria necessário dar uma explicação e definição do que vem a ser um investimento.

A palavra investimento se procurada em um dicionário da língua portuguesa provavelmente terá como definição a aplicação de capitais, porém é necessário que se defina investimento economicamente.

Segundo Sachs & Larrain, investimento é o fluxo de produção num determinado período, usado para manter ou aumentar o estoque de capital da economia. Para os autores Rudiger Dornbush e Stanley Fischer, o investimento é o gasto destinado ao aumento ou à manutenção do estoque de capital.

O estoque de capital consiste nas fábricas, máquinas, móveis e outros bens duráveis usados no processo de produção. O estoque de capital inclui, também, a moradia residencial e as ações (estas serão estudadas mais a frente em nossa pesquisa).

O Investimento é um dos componentes do PNB, juntamente com o consumo, compras do governo e saldo da balança comercial.

O Investimento pode ser definido genericamente como o uso ou o emprego de capital com o propósito de produzir um ganho na forma de renda ou valorização do capital, ou ambos. Entretanto esta ampla concepção é consideravelmente estreita de acordo com o propósito do gasto do capital envolvido.

Os gastos diários de uma empresa tanto para manter o seu empreendimento, quanto para as vendas de suas mercadorias, por exemplo, poderiam ser chamadas de investimento de curto prazo. Os gastos de longo prazo com o propósito de aumentar a capacidade ou eficiência ou ainda estocar para ganhos futuros, de tal modo que produza um aumento no retorno em um período são tratados como investimentos. A distinção é feita com relação propósito do investimento, se é assegurar simplesmente o lucro ou de dar continuidade à taxa de retorno.

Algumas distinções são feitas de acordo com a duração do capital envolvido, uma aplicação com um propósito de obter lucro sempre é considerado como sendo um investimento se esse se estende por um longo período.

Os investimentos de capital estrangeiro têm as mesmas definições e propósitos do capital empregado internamente em um país, porém os investimentos estrangeiros podem ter um caráter estratégico. Esse investimento de caráter estratégico não possui retorno direto, porém serve para aumentar ou auxiliar um ganho direto. A seguir será tratado o investimento estrangeiro no Brasil, tanto o investimento direto como em aplicações financeiras.

A Bovespa divide a grosso modo em três tipos de investimento o capital estrangeiro que entra no Brasil: o investimento em Portfólio, o investimento Direto e o investimento em Fundos.

O investimento em Portfólio é o investimento em um conjunto de aplicações, que compõe desta forma uma carteira. As carteiras são normalmente compostas por ações, debêntures, moedas de privatização, derivativos e outros. Dentro das formas e estruturas de se investir em Portfólio estão: Sociedades de Investimento, Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro, Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários - Capital Estrangeiro e Carteiras de Investidores Institucionais.

O investimento Direto é o investimento feito por empresas estrangeiras no país, por exemplo a construção de uma fábrica de uma firma de automóveis, ou a compra de uma empresa brasileira por uma empresa estrangeira.

O investimento em Fundos se caracteriza pela aquisição de cotas de aplicações abertas e solidárias, representativas do patrimônio do Fundo, que têm o benefício da valorização diária. As formas e estruturas para se investir em fundos são: Fundo de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, Fundos de Conversão de Dívida em Investimento, Fundos Mútuos de Privatização e Sociedades de Participação.

Investimento Estrangeiro em Carteira no Brasil

A princípio, os investimentos em carteira eram considerados pelo Banco Central como uma atividade de cunho meramente especulativo, sendo-lhes negado, portanto, o certificado de registro, documento essencial para a realização de todos os posteriores investimentos, reinvestimentos, remessas de dividendos e repatriamento de capital.

Somente na metade dos anos setenta, quando o governo brasileiro passou a autorizar a constituição de sociedades de investimento detidas exclusivamente por estrangeiros, as quais tinham como objeto único investir em emissões primárias de valores mobiliários de companhias abertas brasileiras (aquelas cujos valores mobiliários podem ser negociados em bolsa ou no mercado de balcão), é que o mercado brasileiro se abriu aos investimentos em carteira. A atual legislação aplicável a esses investimentos, contudo, tomou por base o conceito de fundos mútuos desenvolvido no início dos anos sessenta, quando da criação do primeiro fundo mútuo no Brasil.

Desde os anos oitenta, quando foram editados os atuais regulamentos para investimentos estrangeiros em carteiras, as autoridades brasileiras vêm se esforçando para abrir o mercado de valores mobiliários, de maneira a torná-lo mais atrativo aos investidores externos. Esse esforço resultou na criação de diversas estruturas voltadas à canalização de investimentos estrangeiros para o mercado brasileiro de capitais. Em 1991, passou-se a permitir a participação direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado brasileiro de valores mobiliários, mediante carteiras administradas, conhecidas como Carteiras Anexo IV.

FORMAS E ESTRUTURAS PARA INVESTIR

Existem nove mecanismos por meio dos quais é possível o investimento nas bolsas de valores brasileiras:

- (A) Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro (“Sociedades de Investimento”);
- (B) Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro (“Fundos de Investimento”);
- (C) Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários - Capital Estrangeiro (“Carteiras Administradas”);
- (D) Carteiras de Investidores Institucionais (“Carteiras Anexo IV”);
- (E) Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro (“Fundos de Renda Fixa”);
- (F) Fundos de Conversão de Dívida em Investimento (“Fundos de Conversão”);
- (G) Fundos Mútuos de Privatização (“Fundos de Privatização”);
- (H) Sociedades de Participação (“Sociedades de Participação”);e
- (I) Tratado MERCOSUL.

Todos os mecanismos obedecem a normas específicas aprovadas pelo Conselho Monetário Nacional (“CMN”), estando sujeitas a constante monitoramento por parte do BACEN e da Comissão de Valores Mobiliários (“CMV”).

(A) SOCIEDADES DE INVESTIMENTO

As sociedades de Investimento estão sujeitas ao Regulamento Anexo I à Resolução CMN nº1.289, de 20.3.1987 (“Resolução CMN nº1.289”). Essas sociedades devem ser constituídas no Brasil, sob a forma de sociedade anônima. Seu funcionamento depende de autorização prévia da CVM, devendo ser observados os seguintes requisitos :

- (a) o capital inicial tem de ser subscrito e integralizado por banco de investimento, corretora ou distribuidora constituída no Brasil;
- (b) as ações do capital dessas sociedades devem ser colocadas com investidores estrangeiros dentro de 180 dias, podendo para tanto ser contratados os serviços de agentes de distribuição;
- (c) futuros aumentos de capital podem ser efetuados apenas por investidores estrangeiros;
- (d) a administração da sociedade incumbirá a um conselho de administração e uma diretoria, conforme previsto em seu estatuto social;
- (e) a carteira da sociedade deve ser administrada por um banco de investimento, corretora ou distribuidora constituída no Brasil, em geral a mesma que subscreveu o capital inicial;
- (f) todos os contratos relacionados à formação e administração da sociedade devem ser previamente aprovados pela CVM; e
- (g) existem limitações rígidas aos tipos de investimento permitidos a essas sociedades (vide **EXIGÊNCIAS DE DIVERSIFICAÇÃO DE CARTEIRA e INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS** abaixo).

O seguinte tratamento fiscal aplica-se às Sociedades de Investimento:

- (a) isenção de imposto de renda societário;

isenção de imposto de renda sobre os ganhos de capital auferidos por essas sociedades;

- (b) isenção de imposto de renda na fonte à alíquota de 15% sobre os rendimentos sobre os rendimentos auferidos por essas sociedades, salvo nos

casos em que for aplicada uma alíquota menor em virtude de tratados para evitar a bitributação; e

- (c) quando das distribuições de rendimentos e/ou da liquidação total ou parcial do investimento, a importância atribuída ao investidor estrangeiro, incluídos os ganhos de capital e os rendimentos, pode ser remetida ao exterior livre de impostos.

(B) FUNDOS DE INVESTIMENTO

Os Fundos de Investimento, regidos pelo Regulamento Anexo II à Resolução CMN nº1289, consistem em fundos mútuos. Seus estatutos estão sujeitos à aprovação pela CVM. Esses fundos devem observar os seguintes requisitos:

- (a) obtida a aprovação prévia da CVM, o fundo tem 60 dias, prorrogáveis por um período adicional de 60 dias, para colocar, com os investidores, cotas suficientes para integralizar seu capital inicial mínimo (agentes intermediários podem ser contratados para esse fim);
- (b) a colocação de cotas do fundo restringe-se a investidores estrangeiros; o valor mínimo por investidor é de Us\$5.000,00;
- (c) o fundo deve ser administrado por um banco de investimento, corretora ou distribuidora constituída no Brasil;e
- (d) existem limitações rígidas aos tipos de investimento permitidos aos fundos (vide **EXIGÊNCIAS DE DIVERSIFICAÇÃO EM CARTEIRA e INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS** abaixo).

Um Fundo de Investimento é constituído unicamente para a colocação de cotas com investidores estrangeiros, o que pode ser realizado diretamente pelo fundo, ou por uma *holding* constituída fora do Brasil que, na prática, seria a única investidora do fundo. Neste caso, as ações da *holding* seriam vendidas a investidores em potencial, em lugar das cotas do fundo.

O capital estrangeiro é registrado em nome dos investidores estrangeiros que detêm cotas no fundo; se o investimento ocorrer via *holding*, o registro deve ser feito em nome dessa última. Sempre que um Fundo de Investimento possuir mais de dez investidores, o registro de capital estrangeiro se faz em nome de um agente fiduciário. Uma lista com o nome de todos os investidores deve, não obstante, ser apresentada ao BACEN.

O seguinte tratamento fiscal aplica-se aos Fundos de Investimento:

- (a) isenção de imposto de renda sobre os ganhos de capital auferidos por esses fundos;

- (b) recolhimento de imposto de renda na fonte à alíquota de 15% sobre os rendimentos auferidos por esses fundos, salvo nos casos em que uma alíquota menor for aplicável em virtude para evitar a bitributação; e
- (c) quando das distribuições de rendimentos e/ou da liquidação total ou parcial do investimento, a importância atribuída ao investidor estrangeiro, incluídos os ganhos de capital e os rendimentos, pode ser remetida ao exterior livre de impostos.

(C) CARTEIRAS ADMINISTRADAS

As carteiras administradas estão regulamentadas no artigo 2º do Decreto-lei nº2.285, de 23.7.1986, e pelo Regulamento Anexo III à resolução CMN nº1.289. Consistem em carteiras de títulos e valores mobiliários detidas no Brasil por entidades de que participam pessoas físicas ou jurídicas, residentes e domiciliadas no exterior, fundos mútuos ou outras entidades de investimento coletivo constituídos no exterior.

As Carteiras Administradas devem observar os seguintes requisitos:

- (a) é necessária a aprovação prévia da CVM;
- (b) a entidade estrangeira que possuir a carteira no Brasil deve estar listado em uma bolsa de valores estrangeira, devendo seu objeto social incluir a aplicação de recursos no mercado brasileiro de valores mobiliários;
- (c) o capital inicial da carteira deve ser pelo menos igual ao valor mínimo estabelecido pela CVM;
- (d) a carteira deve ser administrada por um banco de investimento, corretora ou distribuidora constituída no Brasil, em conjunto com uma instituição estrangeira; e
- (e) existem limitações rígidas aos tipos de investimento permitidos a essas carteiras (vide **EXIGÊNCIAS DE CARTEIRA e INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS** abaixo).

O capital estrangeiro é registrado em nome da entidade de investimento que detiver a Carteira Administrada.

O seguinte tratamento fiscal aplica-se às Carteiras Administradas:

- (a) os ganhos de capital auferidos por essas carteiras em suas atividades no Brasil são isentos do imposto de renda;
- (b) recolhimento de imposto de renda na fonte à alíquota de 15% sobre os ganhos auferidos por essas carteiras, salvo nos casos em que houver a aplicação de uma alíquota menor em virtude de tratados para evitar a bitributação; e

(c) quando das distribuições de rendimentos e/ou da liquidação total ou parcial do investimento, a importância atribuída à entidade estrangeira, incluídos os ganhos de capital e os rendimentos, pode ser remetida ao exterior livre de impostos.

(D)CARTEIRAS ANEXO IV

As carteiras Anexo IV estão disciplinadas pela Resolução CMN nº1.832, de 31.5.1991, que se constitui no Regulamento Anexo IV à resolução CMN nº1.832 permite aos investidores institucionais estrangeiros investir no mercado brasileiro de valores mobiliários por meio dessas carteiras.

Nos Termos da Instrução CVM nº169, de 2.1.1992, que normatiza a aplicação do Regulamento Anexo IV, são passíveis de registro como investidores institucionais estrangeiros”, desde que preencham os requisitos constantes da mencionada instrução, aplicáveis a cada uma delas, as seguintes instituições: (i)bancos comerciais, bancos de investimento, associações de poupança e empréstimo, custodiantes globais e instituições similares; (ii)companhias seguradoras; (iii) sociedades e/ou entidades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários, ou atuar como intermediários na negociação de valores mobiliários; (iv)fundos de pensão; (v)instituições sem fins lucrativos; e (vi)qualquer entidade que tenha por objetivo a aplicação de recursos nos mercados financeiros e de capitais.

Os investidores institucionais podem conseguir autorização para movimentar carteiras tanto em nome próprio (contas próprias), quanto em nome de seus clientes investidores institucionais (contas coletivas). O titular de conta coletiva pode operar em nome próprio também por meio dessa conta, desde que utilize o código operacional que assegura a segregação entre suas ordens e as dos participantes da conta.

As Carteiras Anexo IV devem observar os seguintes requisitos:

- (a) é necessária a aprovação prévia da CVM;
- (b) a carteira deve ser administrada por uma instituição autorizada a gerir carteiras de títulos e valores mobiliários no Brasil; e
- (c) os valores mobiliários integrantes da carteira deverão ser custodiados pela instituição administradora ou outra instituição autorizada pela CVM (a critério do investidor).

Uma importante característica das Carteiras Anexo IV é a não existência de exigências de diversificação, mas todas as negociações com ações de companhias abertas deverão ser realizadas em bolsa ou mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM (no caso de companhias sem

registro para negociação em bolsa). As negociações não poderão resultar na transferência, direta ou indireta, do controle de empresas ou entidades direta ou indiretamente controladas por pessoas naturais ou jurídicas domiciliadas no exterior. Os recursos não aplicados em valores mobiliários podem ser destinados para os outros tipos de investimento expressamente autorizados pela legislação.

O capital estrangeiro é registrado em nome do investidor institucional estrangeiro.

O seguinte tratamento fiscal aplica-se às Carteiras Anexo IV:

- (a) os ganhos de capital auferidos por essas carteiras em suas atividades no Brasil são isentos de imposto de renda;
- (b) recolhimento de imposto de renda na fonte, à alíquota de 15%, sobre os rendimentos auferidos por essas carteiras, salvo quando houver aplicação de uma alíquota menor em virtude de tratados para evitar a bitributação; e
- (c) quando das distribuições de rendimentos e/ou da liquidação total ou parcial do investimento, a importância atribuída ao investidor estrangeiro, incluídos os ganhos de capital e os rendimentos, pode ser remetida ao exterior livre de impostos.

(E) FUNDOS DE RENDA FIXA

Investidores que pretendam realizar operações em mercados organizados de derivativos, incluindo operações de liquidação futura realizadas nos mercados administrados por bolsas de valores ou bolsas de mercadorias e de futuros, têm à sua disposição mecanismo dos Fundos de Renda Fixa.

Os Fundos de renda Fixa estão disciplinados pela Resolução CMN nº2.034, de 17.12.1993, e pelo regulamento anexo à Circular BACEN nº2.388, da mesma data.

Os Fundos de renda Fixa devem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto, podendo deles participar, exclusivamente, pessoas jurídicas domiciliadas ou com sede no exterior, fundos ou outras entidades de investimento coletivo estrangeiros. Não há exigência de que os investidores sejam institucionais.

Os Fundos de Renda Fixa devem observar os seguintes requisitos:

- (a) a constituição do fundo não depende de autorização prévia, mas o BACEN deve ser comunicado no prazo cinco dias, contados do registro do documento de constituição, no Registro de Títulos e Documentos;
- (b) o fundo tem de adotar obrigatoriamente na sua denominação a indicação "Fundo de Renda Fixa - Capital Estrangeiro";
- (c) o documento de constituição deve reproduzir o regulamento próprio do fundo e conter a qualificação de seus fundadores;
- (d) o fundo deve ser administrado por um banco múltiplo com carteira de investimento, banco de investimento, corretora ou distribuidora constituída no Brasil;
- (e) na composição da carteira do fundo, as seguintes exigências devem ser observadas: (i) no mínimo 35% em títulos de emissão do Tesouro Nacional ou do BACEN; (ii) no máximo 20% em títulos de emissão ou aceite de instituições financeiras; (iii) valores mobiliários de renda fixa; (iv) quotas dos Fundos de Renda Fixa - FAF;

- (f) o total de valores mobiliários de renda fixa de emissão de um mesmo emitente, ou de empresas com vínculo societário, não pode exceder a 20% do patrimônio líquido do fundo;
- (g) excepcionalmente, até 20% do PL do fundo pode estar representado por ações recebidas em decorrência de conversões de debêntures;
- (h) é facultado ao fundo realizar operações em mercados organizados de derivativos, incluindo operações de liquidação futura, em bolsas de valores ou em bolsas de mercadorias e de futuros;
- (i) o total de margens dadas em garantia nas operações de liquidação futura não pode exceder a 15% do Patrimônio Líquido do fundo;
- (j) o total de prêmios pagos nas operações de compra de opções não caracterizadas como “travadas” não pode exceder a 5% do P.L. do fundo; e
- (k) as quotas do fundo serão intransferíveis, podendo ser resgatadas a qualquer momento.

O capital estrangeiro é registrado em nome dos investidores que detêm as quotas do fundo.

O seguinte tratamento fiscal aplica-se aos Fundos de Renda Fixa:

- (a) recolhimento de IOF (imposto sobre operações de crédito, câmbio, seguro ou relativas a títulos e valores mobiliários) à alíquota de 5%, sobre o contra valor em moeda nacional da quantia ingressada, quando da liquidação da operação de câmbio;
- (b) recolhimento de IOF em alíquotas decrescentes (1,5% a 0%) sobre os investimentos que o fundo realizar por períodos inferiores a 15 dias úteis;
- (c) isenção de imposto de renda sobre os ganhos de capital auferidos por esses fundos;
- (d) recolhimento de imposto de renda na fonte, à alíquota de 15%, sobre os rendimentos auferidos pelos fundos, quando da alienação, resgate, cessão ou repactuação dos títulos que compõem a carteira do fundo, ressalvados os rendimentos em aplicações no FAF, que são tributados em 5% do rendimento bruto;

(e) quando das distribuições de rendimentos e/ou do resgate total ou parcial das quotas, a importância atribuída ao investidor, incluídos os ganhos de capital e os rendimentos, pode ser remetida ao exterior livre de impostos.

(F) FUNDOS DE CONVERSÃO

Os investimentos em Fundos de Conversão encontram-se regulamentados na Resolução CMN nº1.460, de 1º.2.1988. O Brasil possui considerável dívida externa.

Uma das maneiras encontradas pelo governo federal para reduzir sua dívida foi permitir aos credores estrangeiros a conversão de seus créditos em títulos e valores mobiliários no mercado brasileiro de capitais. Como os títulos da dívida externa brasileira são negociados no mercado secundário internacional com um vultoso deságio sobre seu valor de face, a conversão de dívida em um investimento pode revelar-se bastante atraente a seus detentores. A Resolução CMN nº1.460 permite que recursos gerados mediante conversões de dívida em investimento (quer por leilão, quer por conversão de dívida vincenda do setor privado) sejam aplicados em Fundos de Conversão. Cabe ressaltar que, em razão da suspensão temporária do mecanismo das conversões de dívida, os Fundos de Conversão estão por ora desativados.

Os Fundos de Conversão sujeitam-se às mesmas regras aplicáveis aos Fundos de Investimentos, mas com duas importantes diferenças. A primeira é que os investimentos efetuados em Fundos de Conversão têm de permanecer no Brasil por um período mínimo de 12 horas. A segunda refere-se ao tratamento fiscal que é o seguinte:

- (a) Os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelo Fundo de Conversão são excluídos de tributação pelo imposto de renda; e
- (b) Os rendimentos distribuídos e os ganhos de capital auferidos pelo condômino no resgate das cotas do fundo estão sujeitos a 25% de imposto de renda na fonte ao invés dos 15% sobre os rendimentos auferidos aplicáveis aos Fundos de Investimentos, salvo quando houver a aplicação de alíquota menor em virtude de tratado para evitar a bitributação.

(G)FUNDOS DE PRIVATIZAÇÃO

Os fundos de Privatização estão disciplinados na Instrução CVM nº157, de 21.8.1991, que se reporta atualmente à Resolução CMN nº2.062, de 12.4.1994. A regulamentação que autoriza a constituição desses fundos visa, ao permitir a conversão de créditos e títulos da dívida externa brasileira para aquisição de empresas a serem privatizadas, estimular participação dos investidores estrangeiros no âmbito do Programa Nacional de Desestatização (“PND”). O PND foi implantado pelo governo brasileiro para reduzir a presença do Estado na economia, sendo que cerca de 33 empresas controladas pelo Estado deverão ser privatizadas somente em 1994.

Os Fundos de Privatização devem ser constituídos de forma de condomínio aberto ou fechado, podendo deles participar exclusivamente pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, fundos ou outras entidades de investimento coletivo estrangeiro. Esses fundos consistem numa comunhão de recursos destinados à aquisição de títulos e valores mobiliários emitidos por empresas que vierem a ser desestatizadas através do PND.

Os Fundos de Privatização devem observar os seguintes requisitos:

- (a) é necessária a aprovação prévia da CVM;
- (b) o fundo tem de adotar obrigatoriamente na sua denominação a indicação “Fundo de Privatização - Capital Estrangeiro”;
- (c) o patrimônio do fundo pode ser integralizado com (i) bônus emitidos pelo governo brasileiro em decorrência dos acordos de reestruturação da dívida externa brasileira, e respectivos encargos; depósitos voluntários para fins de hedge; recursos depositados no BACEN em cumprimento à regras de centralização cambial; e/ou (ii) recursos novos ingressados no país a título de investimento estrangeiro. A integralização mediante a utilização de recursos mencionados em (i) acima ocorre, porém, apenas no momento da liquidação financeira do leilão de privatização;
- (d) o fundo deve ser administrado por um banco múltiplo com carteira de investimento, banco de investimento, corretora distribuidora ou entidade equiparada autorizada a gerir carteira de títulos e valores mobiliários no Brasil;

(e) a instituição administradora poderá contratar agentes intermediários no exterior para subscrição ou aquisição das quotas do fundo, bem como atuar na condição de agente fiduciário;e

(f) A negociação e transferência das quotas do fundo somente é permitida no exterior.

O capital estrangeiro registrado em nome do investidor estrangeiro e, dependendo do título utilizado, está sujeito a um deságio fixado de acordo com a regulamentação estabelecida no art.4º da Resolução CMN nº2.062, cujo valor toma por base as características de cada título.

O receptor do investimento, para fins de registro de capital estrangeiro, será o próprio fundo.

O investidor pode efetuar o resgate total ou parcial dos recursos, em espécie ou em ações ou títulos componentes da carteira, mais os investimento realizados com recursos oriundos da conversão de títulos e créditos da dívida externa brasileira tem de permanecer no Brasil pelo prazo mínimo de seis anos. Esse prazo não se Aplica aos fundos integralizados com recursos novos.

Não há exigências de diversificação, mas o patrimônio do fundo deve permanecer aplicado em:

(a) títulos e valores mobiliários de emissão de empresas desestatizadas através do PND;

(b) título da dívida pública federal;

(c) débitos vencidos da União, ou por ela garantidos, do qual resulte o seu cancelamento, mediante a correspondente emissão de Debêntures por empresa controlada direta ou indiretamente pela União;

(d) obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento; e

(e) valores mobiliários de emissão de companhia resultante de associação plurilateral com a finalidade de participar como compradora do PND.

O Fundo de Privatização pode ainda vender títulos e valores mobiliários e/ou títulos da dívida pública para adquirir ações ou outros títulos de emissão de companhias abertas ou participações societárias em empresas fechadas desde que a aplicação não exceda a 30% dos valores auferidos com a venda, e com prévia autorização dos condôminos.

O seguinte tratamento fiscal aplica-se aos Fundos de Privatização:

- (a) os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelo Fundo de Privatização são excluídos de tributação de imposto de renda; e
- (b) os rendimentos distribuídos e os ganhos de capital auferidos pelo condômino no resgate das cotas do fundo estão sujeitos à 25% de imposto de renda na fonte, ao invés de 15% sobre os rendimentos auferidos aplicáveis aos Fundos de Investimentos, salvo quando houver a aplicação de alíquota menor em virtude de tratado para evitar a bitributação.

(H)SOCIEDADES DE PARTICIPAÇÃO

Os investimentos em Sociedade de Participação são regulamentados pela Circular BACEN nº1.339, de 28.7.1988. Esta circular define Sociedades de Participação como sociedades constituídas com único objetivo de participar no capital de outras sociedades, através da subscrição ou aquisição de ações ou quotas, nos termos da Lei do Capital Estrangeiro e das normas previstas na Circular BACEN nº1.339.

As Sociedades de Participação podem investir em companhias abertas ou fechadas e, até mesmo, em sociedades por quotas de responsabilidade limitada. Nenhum dos demais mecanismos acima descritos oferece tal gama de alternativas de investimentos.

O Capital das Sociedades de Participação podem ser integralizado através da conversão de dívida externa brasileira. Todavia, essas sociedades devem operar de tal maneira que não sejam confundidas com as sociedades de Investimento ou outros fundos descritos acima. Para tanto, os investimentos efetuados por Sociedade de Participação devem ser caracterizados como investimentos permanentes nos termos da legislação societária. A Lei das Sociedades por Ações (Lei nº6.404, de 15 de dezembro de 1976) define um “investimento permanente” como aquele não classificável não ativo circulante, obrigando a companhia investidora a incluir, dentre as atividades previstas em seu objeto social, a realização de investimento em ações. No caso em questão, o objeto social deverá ser a participação em outras sociedades, exclusivamente.

Embora as Sociedades de Participação possam adquirir livremente participações minoritárias em sociedades fechadas, sua participação em companhias abertas limita-se à aquisição de ações em emissões primárias. Contudo, a Circular BACEN nº1.339 prevê duas exceções a essa regra, ao permitir às Sociedades de Participação adquirir no mercado secundário:

- (a) ações sob controle estatal em processo de privatização; e
- (b) ações oferecidas ao mercado por meio de oferta pública registrada na CVM.

As normas da Circular BACEN nº1.339 não se aplicam a investimentos nos seguintes tipos de sociedades:

- (a) holdings constituídas para reestruturar o controle acionário de empresas pertencentes a um mesmo grupo econômico, ou facilitar a administração e o gerenciamento das diversas empresas do grupo, por meio de concentração de participações relevantes;
- (b) sociedades cujo capital se restrinja ao capital de uma única empresa, desde que esta não seja uma Sociedade de Participação; e
- (c) sociedades de capital de risco, regulamentadas pelo Decreto-lei nº2.287, de 23.7.1986.

Para fins fiscais e de capital estrangeiro, as Sociedades de Participação serão tratadas como todas as demais empresas constituídas normalmente no Brasil, sem quaisquer benefícios fiscais ou outras vantagens. Isso significa que:

- (a) a sociedade está sujeita ao pagamento do imposto de renda societário e da contribuição social sobre o lucro;
- (b) os rendimentos auferidos pela sociedade estão sujeitos a 15% de imposto de renda na fonte; o imposto pago é considerado antecipação, sujeita a correção monetária, compensável com o imposto de renda na fonte sobre lucros ou dividendos que a sociedade distribuir ao investidor estrangeiro;
- (c) os ganhos de capital auferidos pela sociedade estão a 25% de imposto de renda na fonte, se decorrentes de alterações em bolsa de valores; os demais ganhos ingressam na apuração do lucro real da sociedade;
- (d) os rendimentos atribuídos ao investidor estrangeiro estão sujeitos a 15% de imposto de renda na fonte, facultada sua compensação com imposto pago pela sociedade, conforme mencionado no item (b) acima; e
- (e) quando da liquidação do investimento, os ganhos de capital auferidos pelo investidor estrangeiro estão sujeitos ao pagamento de 25% de imposto de renda na fonte.

EXIGÊNCIAS DE DIVERSIFICAÇÃO EM CARTEIRA

As Sociedades de Investimento, os Fundos de Investimento e as Carteiras Administradas sujeitam-se a certas restrições quanto aos tipos de investimento permitidos. Tais restrições têm por principal objetivo promover a diversificação e, no caso específico de Sociedades de Investimento, direcionar recursos para participações minoritárias no capital de companhias abertas sob controle brasileiro.

As exigências básicas de diversificação são as seguintes:

- (a) 50% dos recursos de Sociedades de Investimento devem ser investidos em ações de emissão de companhias abertas controladas por capital privado nacional;
- (b) 70% dos recursos de Fundos de Investimento e Carteiras Administradas têm de ser aplicados em ações de companhias abertas;
- (c) os investimentos efetuados por Sociedades de Investimento e Fundos de Investimento não poderão ultrapassar 5% do capital volante ou 20% de todas as ações de uma mesma sociedade; e
- (d) as Sociedades de Investimento e os Fundos de Investimento não poderão aplicar mais de 10% de seus recursos em valores mobiliários emitidos por uma única sociedade.

As exigências nos itens (c) e (d), acima, não se aplicam quando os investidores forem institucionais.

Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes

Foi criado e regulamento pela Instrução 209 da CVM, como mecanismos para capitalizar pequenas e médias empresas brasileiras que não conseguem levantar recursos no mercado de capitais. Além disso, serve de alternativa ao crédito bancário. É obrigado a investir seus recursos em ações, debêntures conversíveis ou outros valores mobiliários das chamadas empresas emergentes, assim definidas como aquelas que tenham faturamento líquido anual inferior a R\$ 30 milhões (12/94), tradicionalmente empresas fechadas e que não têm condições de ter seus papéis cotados em bolsas de valores.

Os FIEE são condomínios fechados, pois, após a subscrição, as cotas só poderão ser negociadas nos mercados secundários de bolsas de valores ou de balcão. Terão prazo máximo de duração de 10 anos, podendo ser prorrogados por mais cinco, ao final dos quais serão resgatadas. Existe uma carência de 180 dias após a aprovação do registro do fundo na CVM para que se dê a integralização total de suas cotas.

Os principais investidores-alvo dos FIEE são institucionais como as fundações de previdência privada que têm horizonte de aplicação de longo prazo.

A distribuição de cotas pode ser feita por meio de emissão privada, ou seja, uma vez identificados os investidores, a instituição financeira faz a emissão da cota direta e especificamente para cada investidor.

Fundo de Renda Fixa

Os Fundos de Renda Fixa destinados à captação de recursos para investimentos em ativos financeiros de renda fixa emitidos por empresas e instituições sediadas no País, sendo a aquisição das cotas desses fundos privativa de pessoas jurídicas domiciliadas ou com sede no exterior.

Tais cotas só podem ser alienadas para fins de remessa de recursos ao exterior. As aplicações nesses fundos de renda fixa sofrem a incidência de 7% de IOF, calculado sobre o contravalor em reais de moeda estrangeira ingressada no País e aplicada no fundo, e devido na data de liquidação da operação de câmbio.

Os recursos entram através do mercado de taxas flutuantes.

Sofre uma incidência de 10% de Imposto de Renda sobre a variação nominal das cotas entre a aplicação e o resgate, de forma idêntica aos demais Fundos de Renda Fixa.

A constituição e o funcionamento desses fundos foram regulamentados pela Circular nº 2.382, na mesma data, data, estabelecendo que suas aplicações deverão estar representadas por:

- 35%, no mínimo, em títulos de emissão do Tesouro Nacional;
- 20%, no mínimo, em títulos de renda fixa de emissão ou aceite de instituições financeiras;
- 25%, no máximo, em debêntures;
- cotas dos fundos de aplicação financeira.

O fundo pode realizar operações em mercados futuros envolvendo contratos regularmente negociados referenciados em taxas de juro apenas para fins de *hedging*, sendo que o somatório dos valores utilizados para margem dessas operações futuras não pode exceder 15% do patrimônio líquido do fundo.

Hipóteses

- Os investimentos são feitos em sua maioria em fundos de renda fixa
- Os investimentos são mais sensíveis à taxa de juros interna do que externa

Limitações

As limitações encontradas ocorreram principalmente porque houve dificuldade na determinação de alguns conceitos, porque alguns deles possuíam uma denominação para o Banco Central e outra para a BOVESPA.

O fato do plano Real ser relativamente recente, dificultou uma melhor conclusão pelo fato da amostra ser pequena.

Conclusões da Pesquisa:

A primeira hipótese do trabalho presume que os investimentos estrangeiros na Bovespa após o plano real, são em sua maioria feitos em fundos de investimento de renda fixa. Para que possamos analisar esta afirmação, é necessário uma tabela com toda a entrada de capital estrangeiro no país e para onde estes investimentos se destinaram.

A tabela de número um mostra que há sete maneiras do capital estrangeiro entrar no país, além disso a tabela mostra o total de entrada, saída e o saldo do capital aplicado.

Como podemos notar há uma maior concentração de capital em portfólios, ou seja fundos de renda variável, cerca de 78% do capital e a seguir o investimento direto com 25%, conforme o gráfico número um. O Portfólio é um Fundo de Investimento de Capital Estrangeiro em Ações, portanto quando foram definidas as formas e estruturas para se investir no mercado brasileiro de bolsas, o Portfólio compreendia os Anexos I, II, III e IV, ou seja, as letras A, B, C e D. O que podemos concluir daqui é que a primeira hipótese está errada porque há uma maior concentração de capital estrangeiro aplicado em fundos de renda variável.

Apesar da hipótese estar concluída, resolvi analisar qual o tipo de investimento preferido entre os Anexos, a Bovespa gráfico forneceu o dado que relata que o anexo com maior concentração de capital estrangeiro é o anexo IV, com 90% do capital empregado em Portfólio. Dentro da carteira do anexo IV, temos em sua composição as seguintes aplicações: Ações, Debêntures, Moeda de Privatização e Derivativos. A Bovespa também forneceu o dado que relata a existência da composição de 1996, onde temos: ações, debêntures, moedas de privatização e outros. Onde se tem uma maior participação de ações com 91.22% do capital total de Anexo IV.

A explicação para uma maior aplicação de capital estrangeiro em portfólio é o fato de que neste tipo de investimento, o investidor ter maior rentabilidade (apesar de possuir também os maiores riscos) e também uma menor tributação. O fato do investidor escolher dentro dos Anexos, o de número quatro é o fato deste poder ser feito diretamente sem necessitar de intermediários. A opção por ações dentro do Anexo IV, se deve ao fato destas proporcionarem uma maior expectativa de rentabilidade.

A segunda hipótese é que os investimentos estrangeiros na Bovespa são sensíveis à taxa de juros, e para analisar esta segunda hipótese é necessário saber as taxas reais de juros no país e também as taxas reais de juros americanas (os investidores estrangeiros são em sua maioria americanos), para poder analisar se a segunda hipótese é verdadeira deve-se analisar a variação

da entrada de capital no país e variação da diferença da taxa de juros real da economia brasileira e economia norte-americana (a economia estrangeira de maior volume de capital na Bovespa).

A tabela número dois mostra a taxa de juros nominal e real do Brasil, a inflação brasileira e norte americana e também a taxa de juros nominal e real norte americana. Em sequência, temos o gráfico dois e três que mostram a variação da diferença da taxa de juros brasileira e norte americana e a variação da entrada de capital estrangeiro, depois o gráfico quatro que mostra a diferença da taxa de taxa de juros Brasil/EUA e a entrada de capital estrangeiro em portfólio.

Através destes gráficos não é possível dizer se há uma relação entre as taxas de juros brasileira e norte americana e suas diferenças com a entrada de capital estrangeiro na Bovespa, pois o número de anos estudados não dão uma precisão para a conclusão.

TABELA I

EM MILHÕES DE US\$

	Portfólio			Direto			F. Renda Fixa			F. Privatização			F. Imob.			F. Emp. Emer.			Total		
	Ingresso	Retorno	Saldo	Ingresso	Retorno	Saldo	Ingresso	Retorno	Saldo	Ingresso	Retorno	Saldo	Ingresso	Retorno	Saldo	Ingresso	Retorno	Saldo	Ingresso	Retorno	Saldo
1988	149	206	-57	184	524	-340	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	353	730	-397
1990	171	57	104	517	230	287	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	688	297	391
1991	760	189	571	895	134	561	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1455	323	1132
1992	3864	2160	1704	1324	170	1154	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5188	2330	2858
1993	14971	8380	8591	877	480	397	80	-	80	-	80	-	-	-	-	-	-	-	15928	8940	7068
1994	21600	16521	5079	2241	329	1912	1434	86	1348	1939	956	983	-	-	-	-	-	-	27214	17892	9322
1995 jan	1375	2299	-924	435	11	424	-	16	-16	16	334	-318	-	-	-	-	-	-	1828	2660	-832
fev	977	1011	-34	94	4	90	-	-	-	79	125	-46	-	-	-	-	-	-	1150	1140	10
mar	1254	2348	-1094	182	63	119	-	1046	-1048	128	267	-139	-	-	-	-	-	-	1564	3724	-2160
abr	1235	1074	161	122	15	108	1	7	-6	67	2	65	-	-	-	-	-	-	1425	1099	326
maio	2296	1158	1138	239	13	226	84	17	47	95	86	9	-	-	-	-	-	-	2694	1274	1420
jun	1672	1690	-13	302	37	265	1	4	-3	120	154	-34	-	-	-	-	-	-	2095	1885	210
jul	2488	1149	1339	170	28	142	91	5	86	164	56	108	-	-	-	-	-	-	2913	1238	1675
ago	3564	1300	2255	262	35	227	41	1	40	484	46	438	-	-	-	-	-	-	4351	1391	2960
set	1797	1255	539	379	17	362	0	85	-65	52	83	-21	-	-	-	-	-	-	2238	1423	815
out	2199	1217	982	148	7	141	0	12	-12	170	38	132	-	-	-	-	-	-	2517	1274	1243
nov	1788	1616	170	343	7	336	12	16	-4	219	26	193	-	-	-	-	-	-	2360	1665	695
dez	1916	1677	239	609	77	532	1	7	-6	351	234	117	-	-	-	-	-	-	2877	1995	882
Total	22589	17808	4753	3285	315	2970	211	1195	-885	1955	1451	504	-	-	-	-	-	-	28010	20768	7242
1996 jan	2146	1062	1084	466	11	455	2	1	1	810	282	328	-	-	-	-	-	-	3224	1356	1868
fev	2012	1405	607	273	38	235	4	0	4	166	95	70	-	-	-	-	-	-	2455	1539	916
mar	1784	1827	-43	482	3	479	2	0	2	0	21	-21	-	-	-	-	-	-	2268	1851	417
abr	1726	1155	574	510	32	478	3	0	3	1	3	-2	-	-	-	-	-	-	2243	1190	1053
maio	2345	1622	723	1641	18	1623	0	0	0	0	75	-75	2	0	2	-	-	-	3988	1715	2273
jun	1502	1720	-218	1105	2	1103	0	0	0	0	2	-2	0	0	0	-	-	-	2607	1724	883
jul	2131	2199	-68	597	12	585	0	2	-2	0	0	0	7	0	7	4	0	4	2739	2213	526
ago	1961	1234	727	434	5	429	0	1	-1	0	40	-40	1	0	1	0	0	0	2396	1280	1116
set	1731	1100	631	354	6	348	0	1	-1	0	52	-52	54	0	54	0	0	0	2139	1159	980
out	2180	1479	701	888	64	824	1	2	-1	0	3	-3	18	0	18	0	0	0	3087	1548	1539
nov	2365	1847	716	1014	115	899	0	1	-1	2	110	-108	2	0	2	1	0	1	3384	1873	1511
Total	21886	16450	5436	7764	306	7458	12	8	4	719	684	95	84	0	84	5	0	5	30530	17448	13082

TABELA II

	Taxa de Juros Brasil (Nominal)	Inflação IGPM	Taxa de Juros Brasil (Real)	Taxa de Juros EUA (Nominal)	Inflação	Taxa de Juros EUA (Real)	Diferença
91	55,70	480,20	13,30	5,70	4,30	1,30	11,80
92	1550,70	1158,00	31,20	3,50	2,97	0,50	30,50
93	3078,80	2708,60	13,20	3,00	2,10	0,90	12,20
94	1386,20	1093,80	24,50	4,20	3,00	1,20	23,00
95	53,10	14,80	33,30	5,80	2,98	2,70	29,80
96	27,40	9,30	16,60	5,30	3,30	1,90	14,40

Gráfico I

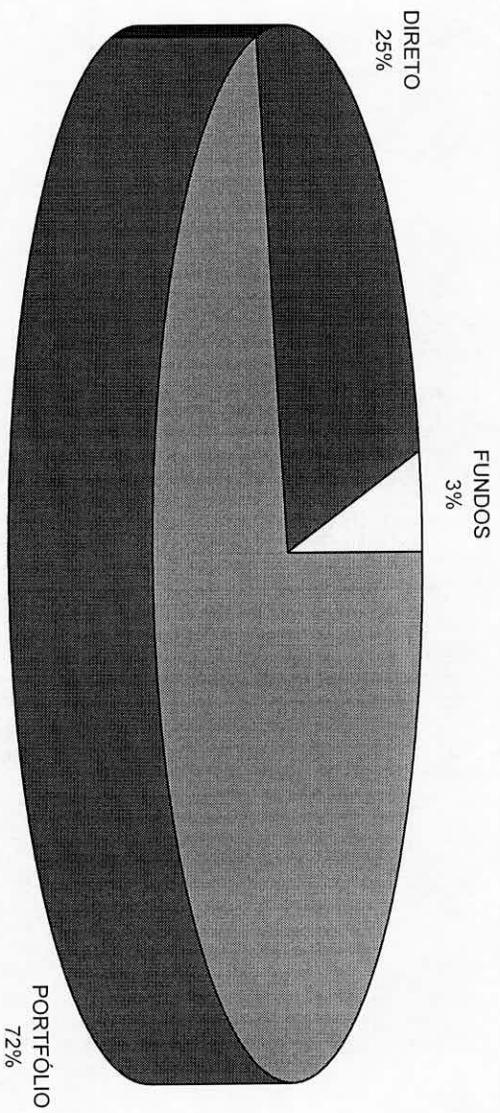


Gráfico II

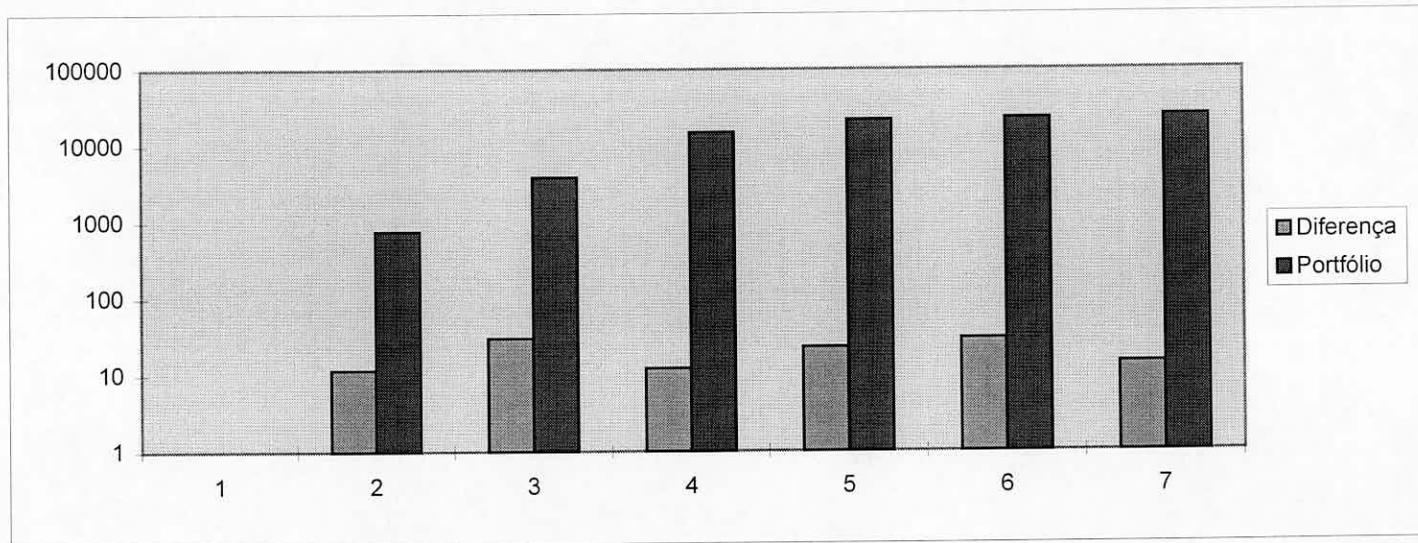


Gráfico IV

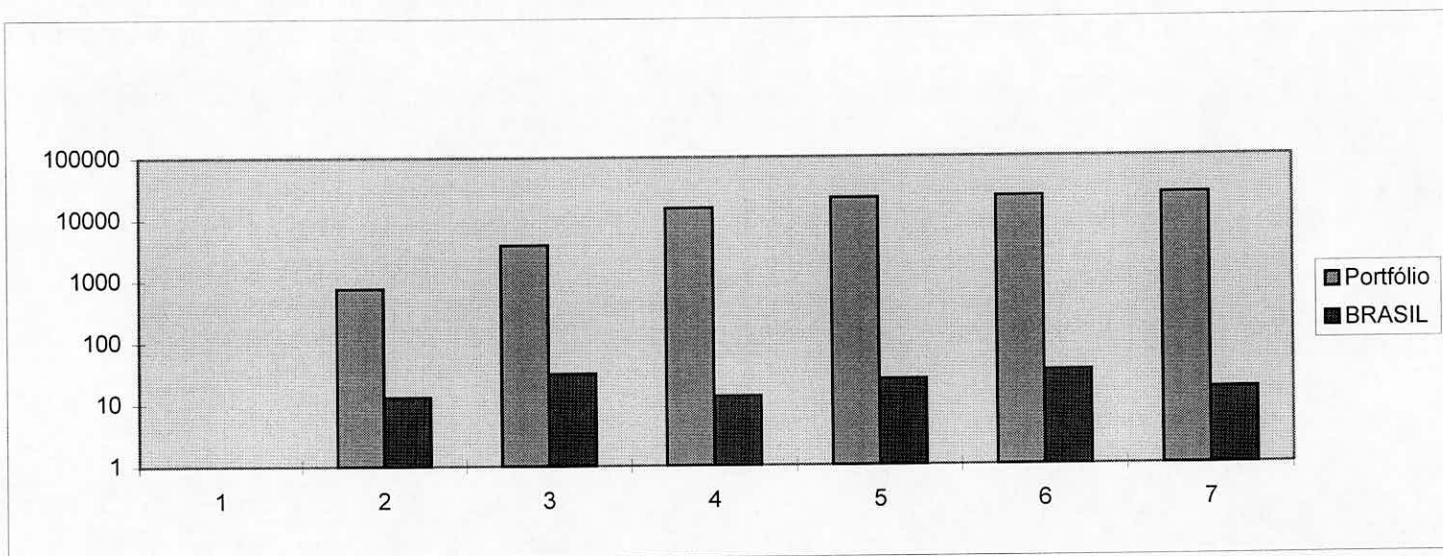
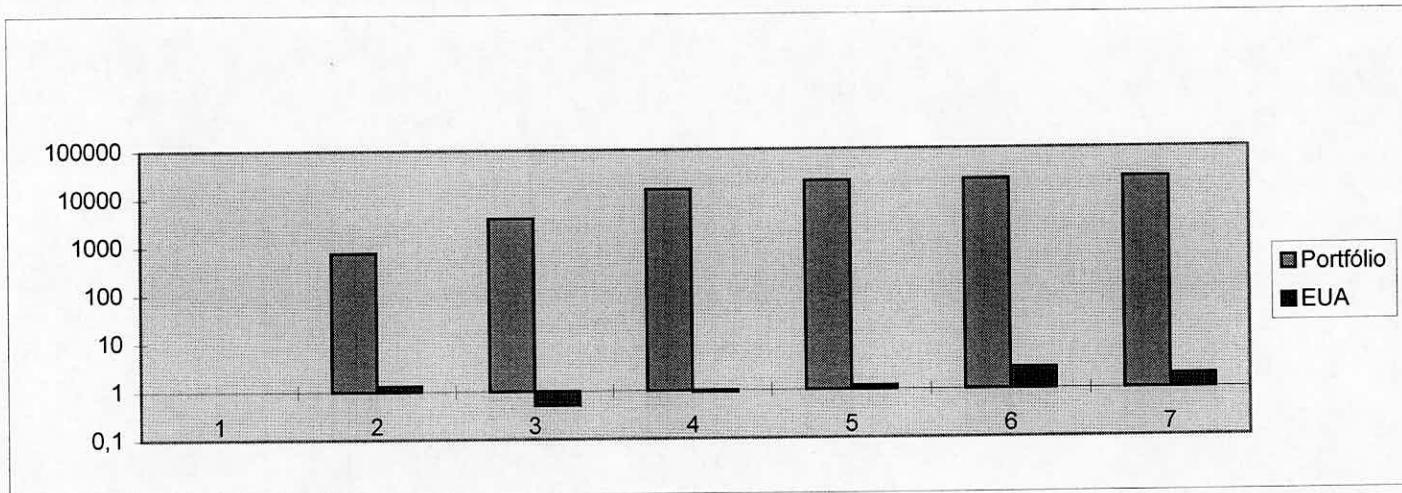


Gráfico IV



Bibliografia

- Market Perfomance of the S.P. stock exchange
Moraes, Jorge Queiroz de
- Manual de Instruções: desafio da bolsa
_Bolsa de Valores de São Paulo
- Foreign Investment in Brasil
Rosenn, Keith S.
- O que é capital Internacional
Benakouceh, Rabah
- Foreign direct investment in Brazil
Fritch, Winston
- Mercado Financeiro
Eduardo Fortuna
- BACEN
- C.V.M.
- FEBRABAN