



# **Estudo e Benchmark Internacional: Investimento Cross- Border**

Dezembro/2020

## Conteúdo

<b>Apresentação</b>	<b>3</b>
<b>Sumário executivo</b>	<b>5</b>
<b>1. Considerações gerais</b>	<b>11</b>
<b>2. Proposta</b>	<b>13</b>
<b>2.1. Ingresso de recursos no mercado financeiro e de capitais brasileiro</b>	<b>13</b>
2.1.1. Entraves identificados nas atuais estruturas.....	15
2.1.1.1. Conta 4.373/14 .....	15
2.1.1.2. CDE (Conta de Domiciliado no Exterior) .....	40
2.1.2. Soluções propostas .....	43
2.1.2.1. Equiparar o tratamento do investidor residente PJ ao PF .....	Erro! Indicador não definido.
2.1.2.2. Representação legal.....	45
2.1.2.3. Representação fiscal .....	53
2.1.2.4. Intermediação financeira internacional .....	67
2.1.2.5. Fim do câmbio simbólico .....	67
2.1.2.6. Carga tributária.....	71
<b>2.2. Investimento no mercado financeiro e de capitais internacional</b>	<b>73</b>
2.2.1. Regulamentação no Brasil do intermediário financeiro internacional (i.e., introducing broker) .....	73
2.2.2. Fundos de investimento .....	77
2.2.2.1. Ampliação dos limites de investimento estrangeiro dos fundos de investimento 555 .....	78
2.2.2.2. Compensação de tributos pagos no exterior pelos fundos de investimento .....	81
2.2.2.3. Tratamento fiscal de perdas com swap no exterior – incidência de tributação na fonte .....	84
2.2.3. Ampliação dos limites de investimento das instituições de previdência complementar e seguradoras ..	86
2.2.4. Diminuição da burocracia cambial .....	89
2.2.5. Equiparação na tributação para uma pessoa física investindo no país ou no exterior .....	92
<b>3. Anexo I – Benchmark Internacional</b>	<b>99</b>
3.1. Principais resultados	99
3.2. Principais práticas – entrada	100
3.3. Principais práticas – saída	100
<b>Expediente</b>	<b>101</b>

## Apresentação

---

Os últimos anos foram marcados por um período de mudanças estruturais em nossa economia que contribuíram para revelar o imenso potencial do mercado de capitais na matriz de financiamento das empresas. Ainda que a pandemia tenha paralisado momentaneamente as emissões e o apetite dos investidores, podemos encerrar 2020 com resultados recordes, próprios de um segmento amadurecido.

O atual patamar dos juros e sua manutenção em taxas mínimas históricas são fatores que contribuem para esse status. A Selic baixa estimula a busca dos brasileiros por alternativas de investimento e diversificação de carteiras. Neste cenário, a decisão de alocação se torna ainda mais relevante e estratégica, na medida que o investidor busca ativos com maior retorno e, ao mesmo tempo, mitiga os riscos de sua carteira.

A internacionalização é oportunidade indispensável para diversificação e trará ganhos significativos para a economia. Ao mesmo tempo que tem papel relevante no financiamento brasileiro, é fundamental para oferecer alternativas de produtos aos investidores. O tema é pauta de longa data da ANBIMA e ganhou ainda mais relevância em 2020 dado o atual cenário macroeconômico.

Ao longo das últimas décadas, apesar da economia brasileira ainda ser fechada na comparação com países em nível de desenvolvimento semelhante ao nosso, experimentamos um processo de abertura comercial que permitiu a internacionalização do padrão de consumo. Esse movimento foi positivo, pois aumentou a concorrência, trouxe mais qualidade e opções de produtos para os consumidores. Agora, o desafio é fazer o mesmo com a poupança dos brasileiros. Assim como a abertura comercial trouxe vantagens, a entrada de investimentos estrangeiros e a maior inserção das nossas aplicações lá fora darão oportunidades para os brasileiros fazerem alocações mais adequadas diante do cenário de juros baixos que o país vivencia.

Os benefícios da internacionalização se estendem a toda indústria. Para o investidor, significa um leque maior de possibilidades que se adequam às suas necessidades de prazo, risco e retorno. Para as empresas, é mais uma fonte de recursos de longo prazo. E para os gestores, permite uma maior diversificação na composição das carteiras, atualmente concentradas em títulos públicos. A sociedade brasileira também ganha à medida que os investimentos aumentarem.

Este estudo, feito com o apoio da consultoria PwC, apresenta o mapeamento das melhores práticas em mercados desenvolvidos e emergentes, que competem com o Brasil na atração do capital global. A partir destas informações, propomos mudanças legislativas e regulatórias, à luz do que há de melhor nas práticas ao redor do mundo. O objetivo é aumentar a segurança jurídica, reduzir os custos gerados pela múltipla necessidade de registros e prestação de

informações, promover isonomia tributária e flexibilizar as regras de acesso a mercados globais pelo investidor local e ao mercado nacional pelos estrangeiros.

A maturidade da indústria brasileira e de seus agentes conquistada nos últimos anos permite os avanços propostos ao longo deste material. E tudo isso prezando pela transparência de informações, estabilidade do mercado e proteção dos investidores.

O timing da discussão sobre a internacionalização da indústria de investimentos não poderia ser mais preciso. Ele acontece simultaneamente às discussões, no Congresso Nacional, do Projeto de Lei 5.387, um marco legislativo que modernizará as leis cambiais brasileiras e permitirá que caminhemos em direção à conversibilidade do real. Tudo isso representa oportunidade de crescimento do sistema financeiro, maior inserção comercial das empresas brasileiras no exterior e ampliação do mercado de capitais.

Este material tem o propósito de fomentar o debate em torno deste tema, oferecendo subsídios técnicos e exemplos de experiências bem-sucedidas. Nosso intuito é que ele faça parte de uma agenda viva, e seja o início de uma discussão que pode abranger vários caminhos possíveis com um só objetivo: o desenvolvimento do país.

Boa leitura!

**Carlos Ambrósio**  
Presidente da ANBIMA

## Sumário executivo

---

Internacionalização é um dos temas prioritários na agenda de discussões da ANBIMA. Nos anos recentes, o processo de integração de mercados, com fortalecimento de ambientes de negócio e de participantes com alcance e atuação internacionais, fez o assunto ganhar relevância no país, e discussões sobre flexibilização, modernização bem como simplificação dos processos e da regulação aplicável a investimentos transfronteiriços tornaram-se fundamentais para o avanço dessa tendência.

Iniciativas do Governo, do Congresso e dos reguladores têm demonstrado concordância em relação à necessidade de aprimorar o ordenamento jurídico visando à flexibilização das regras que se relacionam ao acesso a mercados internacionais e entrada de capital estrangeiro. Nesse sentido, ressaltamos o Projeto de Lei 5.387/19, que prepara o terreno para necessárias alterações em nossas regras cambiais. O projeto dá ao Conselho Monetário Nacional e ao Banco Central maior autoridade para implementar as alterações necessárias, à medida que nossa economia esteja preparada para tal. Como reportado pelas autoridades, o plano é seguir com essa implementação, objetivando, na sequência, a simplificação do sistema e sua internacionalização, até chegar à conversibilidade da moeda.

Do ponto de vista operacional, a múltipla necessidade de registros, câmbios simbólicos na movimentação entre classes de ativos financeiros, informações paralelas e detalhadas para reguladores e responsabilidade solidária por parte dos intermediários, acabam por gerar um custo relevante que tem de ser repassado aos investidores, e esse processo acaba tornando inviável a constituição de portfólios de menor valor.

A necessidade de contratar representantes legal, tributário e custodiante, além dos intermediários usuais da transação financeira, acaba encarecendo o veículo da conta regulada pela Resolução CMN 4.373/14 (“Resolução 4.373”), inviabilizando o investidor de menor porte e, notadamente, o investidor pessoa física. Tal disfunção chega a inviabilizar que brasileiros que tenham portfólio de investimentos locais, e passem a ser domiciliados no exterior com declaração de saída fiscal do país formalizada, possam manter no Brasil aplicações financeiras, por eventualmente não terem patrimônio suficiente para abrir uma conta regulada pela 4.373.

Por outro lado, o arcabouço tributário brasileiro relacionado ao investidor estrangeiro tem uma série de isenções que merecem destaque positivo, pois eventual tentativa de tributar ganhos de negociação de ações ou títulos públicos, por óbvio, somente intensificou a transferência da negociação de ações de empresas brasileiras por meio de DRs (Depositary Receipts) ou mesmo listadas diretamente em bolsas no exterior. Da mesma forma, a tributação de títulos públicos acabaria induzindo uma subida dos juros, que traria maior ônus ao Estado do que a isenção aos estrangeiros.

De toda forma, nossas regras mantêm algumas heranças do passado que merecem reflexão. Uma delas é o tratamento dado ao investidor domiciliado em países tidos como “paraísos fiscais” (aqueles que tributam a renda em alíquotas inferiores a 20%). Não nos parece que tal regra mereça permanecer, uma vez que o recurso que venha de um investidor domiciliado nesses países gera o mesmo benefício para nossa economia que o vindo dos demais países. Obviamente, não estamos aqui falando de investidores brasileiros que inadvertidamente possam estar se refugiando através de veículos de paraísos fiscais para acessar o país. Esses podem agora ser identificados e tributados por intermédio de acordos bilaterais ou mecanismos como FATCA e CRS, aos quais nosso país tem aderido.

Dados de 2019 indicam que os países com mais flexibilidade em relação ao fluxo de investimento estrangeiro têm maior representatividade do volume desse capital aportado nas principais bolsas de valores locais, quando comparado com seu PIB. Observe a tabela a seguir:

País	PIB 2019	Volume das principais bolsas de valores locais	Volume do investidor estrangeiro (i.e., VIE) (*)	Representatividade das principais bolsas de valores locais/PIB	VIE/PIB
EUA	21.433	33.100	5.296	154%	25%
Reino Unido	2.825	2.430	1.334	86%	47%
México	1.222	414	143	34%	12%
Brasil	1.816	295	133	16%	7%
<b>Valores em USD bi</b>			<b>Média (excluindo Brasil)</b>	<b>91%</b>	<b>28%</b>

**Fonte:** IBGE, Country Economy, Investopedia, B3, Global Economy, ONS, Mexicanist.

(\*) Volume de investimento estrangeiro nas principais bolsas de valores

Fica nítido que o Brasil, nem mesmo em volume total, supera países em desenvolvimento como o México. Adicionalmente, a representatividade do investidor estrangeiro em comparação ao PIB, em média, ainda é muito abaixo dos demais (i.e., 7% Brasil x 28% média dos demais países).

Ao fazer um exercício simples, considerando que o Brasil atinja a média de mercado e aplicando esse incremento de representatividade (i.e., incremento = 28% – 7% = 21%) ao volume total da B3, obtém-se, aproximadamente, uma injeção de 61 bilhões de dólares no mercado de capitais brasileiro. Vale ressaltar que o investimento em bolsa é apenas um dos focos de investimento dos estrangeiros. A oferta do mercado de capitais brasileiro ainda traz fundos de investimento, títulos de dívida privados, entre muitos outros que teriam suas captações beneficiadas por um ambiente mais atrativo ao investidor não residente. Outro fator que pode ressaltar o valor do capital estrangeiro no país é a relação entre a representatividade do capital estrangeiro e o PIB *per capita* de cada país. Observe a tabela a seguir:

País	PIB per capita 2019	VIE/PIB
EUA	59.484	25%
Reino Unido	42.338	47%
México	9.997	12%
Brasil	8.592	7%

Valores em USD

Fonte: CEIC Data

A tabela mostra-nos que há forte correlação entre a representatividade do investidor estrangeiro no PIB do país e o volume de geração de riqueza gerado por indivíduo, evidenciando que o capital externo tem a capacidade de aprimorar não somente os índices macroeconômicos e a liquidez do mercado, mas também gerar emprego, aumentar renda e promover o desenvolvimento como um todo.

Sendo assim, apresentaremos a seguir propostas visando à maior fluidez tanto do investimento estrangeiro no país quanto da internacionalização do portfólio local. As tabelas a seguir resumem as medidas que serão detalhadas ao longo do texto:

### **Medidas propostas para facilitar o investimento estrangeiro no país**

Título	Descrição
Fim do câmbio simbólico	<p>Extinguir as operações de câmbio simbólico para troca de portfólio (e.g., investimento renda fixa para renda variável).</p>
Intermediação financeira internacional	<p>Reforçar o papel do intermediário financeiro internacional para trazer o capital externo ao país ou do país para o exterior. Seja por meio das soluções já estabelecidas na normativa nacional, seja com a regulamentação do introducing broker.</p>
Centralização de funções do custodiante 4.373 no intermediário local	<p>Remover da lista de obrigações a constituição de custodiante específico para o investidor estrangeiro, atribuindo caráter opcional, cumulada com a aglutinação de responsabilidades junto ao intermediário local (i.e., broker).</p>
Representação legal	<p>Propor alternativas para o cumprimento das funções relacionadas à atividade de representação legal, sendo elas:</p>
	<p>1) Realização dos registros nos órgãos competentes (i.e., RFB, CVM e BC) – registro unificado e sob responsabilidade do broker.</p>
	<p>2) Informações periódicas: documentação e registro dos portfólios podem ser feitos de forma unificada e sob responsabilidade do broker, como fonte primária de tais informações.</p>
	<p>3) Recebimento de intimações em caso de crime financeiro: utilização de carta rogatória e mecanismos de cooperação internacional para alcançar os investidores estrangeiros infratores.</p>
Representação fiscal	<p>Remodelar as funções relacionadas à atividade de representação fiscal, com a modificação de funções, como:</p>
	<p>1) Fim da responsabilidade subsidiária, uma vez que se propõe o fim da responsabilidade criminal.</p> <p>2) No caso de operações que exijam autorrecolhimento, centralizar a responsabilidade fiscal junto ao intermediário local. No caso de operações isentas ou com imposto retido na fonte, fica facultada a contratação de representante fiscal.</p>

Título	Descrição
	3) Registro fiscal facultado àqueles que realizem operações que demandam o autorrecolhimento de impostos.
	4) Fim da diferenciação de regimes tributários para residentes em paraísos fiscais.
	5) Adesão aos sistemas de compartilhamento de informações internacional (i.e., FATCA/CRS) para suprir as necessidades de apresentação de informações pelos intermediários locais.

### Medidas propostas para facilitar o acesso ao portfólio internacional pelo investidor local

Título	Descrição
Diminuição da burocracia cambial	Simplificar o sistema de codificação das remessas.
Perdas com derivativos no exterior	Desobrigar a retenção na fonte nas remessas ao exterior, com o objetivo de cobrir perdas com investimentos.
Fundos 555 – investimento no exterior	Ampliar os limites de investimento estrangeiro.
Tributos pagos no exterior pelos fundos de investimento	Possibilitar a compensação com os tributos de fonte devidos pelos cotistas.
Limites de investimento no exterior aplicáveis a seguradoras e previdência complementar	Ampliar os limites, respeitadas as classificações de risco e a concentração aplicáveis para os segmentos de ativo.
Introducing broker	Propor a regulamentação da figura do intermediador estrangeiro no Brasil.

Título	Descrição
Equiparação tributária	Propor harmonização tributária aos investidores locais quando do investimento em ativos locais ou no exterior.

## 1. Considerações gerais

---

Uma das principais constatações do processo de discussão na Associação é que a presente proposta deveria, preferencialmente, ter como objetivo a proposição de um modelo novo de acesso ao mercado de capitais brasileiro pelos estrangeiros, e não somente ajustar as regras referentes aos mecanismos atuais. Nesse contexto, a premissa de simplicidade deve prevalecer, buscando sempre uma convergência para melhores práticas internacionais de forma a viabilizar o acesso pelo pequeno investidor, o qual não é economicamente viável hoje.

Em linha com o objetivo traçado pela ANBIMA, em outubro de 2019 o BC encaminhou ao Congresso Nacional o Projeto de Lei 5.387/19, visando à modernização do mercado de câmbio e à internacionalização do mercado financeiro brasileiro. O PL é um passo inicial, para importantes evoluções necessárias. O presidente do BC e o Ministro da Economia já afirmaram que se almeja alcançar, em alguns anos, a conversibilidade da moeda brasileira. Ainda que isso dependa de outros fatores como a segurança jurídica, estabilidade econômica e presença comercial no mundo, a aprovação do projeto é importante passo para a evolução dos mercados financeiro e de capitais brasileiro. Em nota divulgada pelo BC, o projeto foi baseado em três pilares: consolidação, modernização e simplificação.

- **Consolidação:** demonstrada pela compilação de mais de 40 normas legais “que apresentam comandos dispersos e eventualmente obsoletos, que aumentam a insegurança jurídica do público e não contemplam as mudanças tecnológicas em curso e as necessidades atuais da economia brasileira”.
- **Modernização:** visa atualizar o cenário brasileiro, promovendo competição, transparência e inclusão financeira. Vemos isso, por exemplo, na previsão de que as fintechs não tenham de ser obrigatoriamente vinculadas a corretoras ou bancos para operar no mercado de câmbio, algo exigido atualmente.
- **Simplificação:** proporcionaliza as exigências normativas aos riscos e valores envolvidos, abandonando alguns processos burocráticos que não agregam segurança relevante ou cujos custos de observância não sejam proporcionais aos benefícios. Esse pilar é de suma importância, principalmente no âmbito do trabalho conduzido pela ANBIMA.

Exigir os mesmos cadastros, processos e obrigações do investidor de pequeno porte e do institucional representa isolar-se do mundo atual, onde as pessoas buscam praticidade e facilidade para diversificar seu portfólio. É também sob esse pilar que o BC, por meio do referido projeto de lei, propôs aprimorar a obtenção de informações para a compilação de estatísticas e prever maior liberdade normativa ao BC e ao CMN (Conselho Monetário Nacional), dois passos importantes para o desenvolvimento do mercado.

Entendemos que a agenda do BC está plenamente em linha com as proposições deste trabalho e que o momento é muito oportuno para que as discussões acerca do tema avancem e sejam implementadas. Assim, com base em discussões realizadas no âmbito da Associação, destacamos alguns dos principais aspectos trazidos pelo PL – o último item é especialmente relevante considerando as propostas apresentadas ao longo deste documento:

- Conferir ao BC a competência de manter as contas de compensação, liquidação e custódia de instituições domiciliadas ou com sede no exterior que prestem serviços no mercado internacional, o que traria maior abertura para o setor de infraestruturas de mercado financeiro no Brasil.
- Autorizar investimento no exterior de recursos captados no país, sem as mesmas restrições que existem hoje para as instituições bancárias e seus clientes.
- Flexibilizar exigências para realização de derivativos de bolsa ou balcão em outras geografias.
- Trazer ganhos de eficiência no acesso de investidores não residentes ao mercado nacional, tanto para aplicação nos mercados financeiro e de capitais como investimento direto, além de simplificar e reduzir a burocracia para investidores brasileiros que operam no exterior.

Ainda, em relação às regras relacionadas à identificação dos beneficiários finais dos investimentos, julgamos pertinente que passem a se concentrar na identificação dos investidores residentes fiscais brasileiros que não poderiam se beneficiar do tratamento tributário proposto aos estrangeiros. Assim, a eventual identificação desses investidores deveria gerar consequências exclusivamente para eles, não prejudicando os veículos de investimento que eventualmente tenham investidores efetivamente estrangeiros. Dessa forma, deixa de ter relevância a origem do recurso ser de um país classificado como paraíso fiscal, uma vez que essa é a política fiscal daquele

país e não altera o interesse do nosso em atrair o seu investimento. Para identificação desses investidores com residência fiscal no Brasil, é possível utilizar a legislação referente a FATCA e CRS, que gerou acordos bilaterais e multilaterais entre a grande maioria dos países.

Por fim, na perspectiva do investidor brasileiro acessando os mercados internacionais, atualmente, identificamos menores entraves para aqueles de menor porte. Ainda assim, foram destacadas nessa proposta algumas sugestões que trazem isonomia aos veículos de investimento, tais como a flexibilização dos limites para investimento no exterior por fundos de investimento e previdência, incluindo para os fundos destinados a investidores varejo, já que esses investidores podem atualmente acessar os ativos estrangeiros, por exemplo, por meio dos BDRs (Brazilian Depositary Receipts) na bolsa brasileira. Nesse mesmo sentido, há de se buscar uma forma de neutralizar a possibilidade de bitributação dos investidores por intermédio de fundos na hipótese de os ativos do portfólio desses veículos estarem sujeitos a tributação no exterior – é preciso avaliar formas de compensar esse tributo com o devido nas distribuições efetuadas pelo fundo aos cotistas.

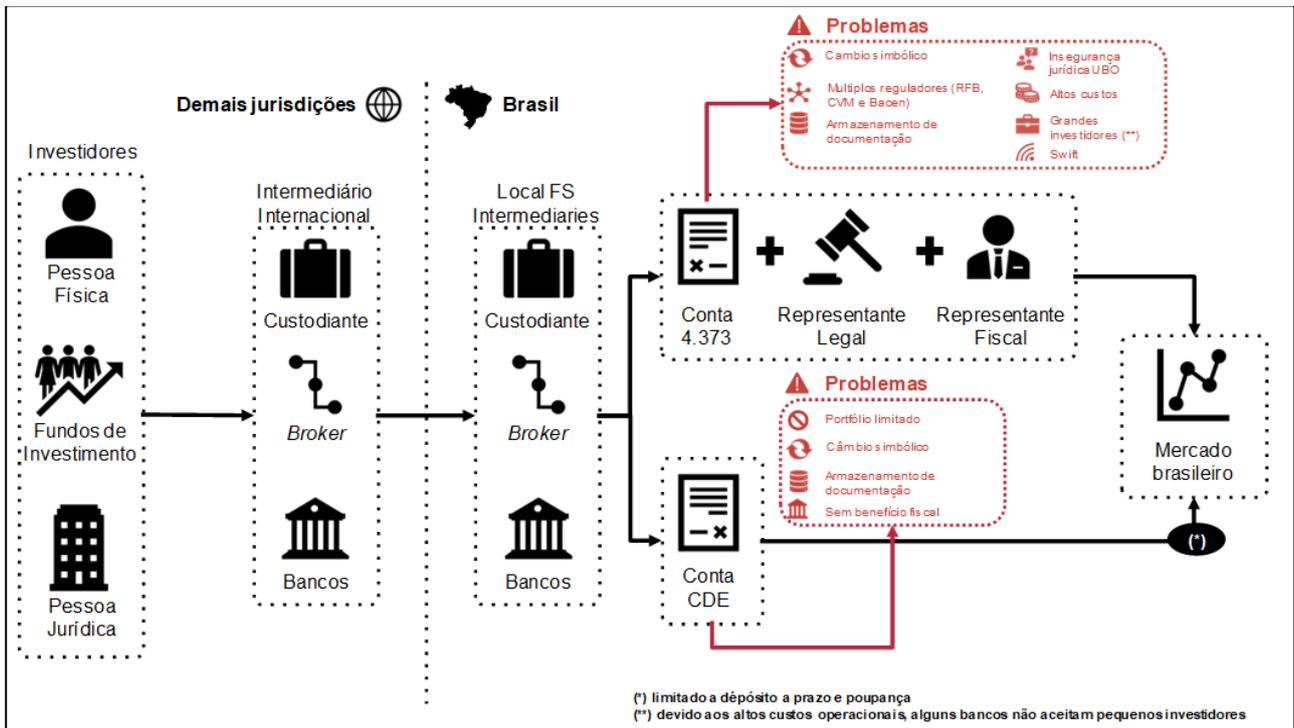
## 2. Proposta

---

Nesta etapa, são explorados os principais problemas identificados nas atuais estruturas de acesso do investidor estrangeiro (i.e., Conta 4.373 e CDE) para, em seguida, explorarem-se as propostas de aprimoramento tanto do ingresso de investidores não residentes, quanto do investimento local realizado no exterior.

### 2.1. Ingresso de recursos no mercado financeiro e de capitais brasileiro

Em linhas gerais, identificamos uma série de funções que poderiam ser aglutinadas e substituídas por processos já estabelecidos na nossa legislação, diminuindo não somente o número de obrigações, mas também o número de profissionais envolvidos e, conseqüentemente, reduzindo o custo para INR (investidores não residentes). A representação gráfica da estrutura atual, ilustrada a seguir, traz a quantidade de etapas e players que atuam para que o INR ingresse no mercado local:



Com essa representação, fica nítido que o caminho percorrido pelo INR até conseguir acessar o mercado nacional é extenso e burocrático. Para a realização do investimento em portfólio, o INR precisa:

- Constituir três representantes: intermediário local, representante legal/fiscal e custodiante.
- Cadastrar-se em três autoridades regulatórias: CVM, BC do Brasil e Receita Federal do Brasil.

Além disso, o dia a dia da operacionalização dos investimentos requer uma série de práticas, tais como:

- (i) Câmbio simbólico para troca de portfólio.
- (ii) Responsabilidade subsidiária do representante legal/fiscal.
- (iii) Necessidade de armazenamento de documentação física/digital.

Apuramos outros entraves que vão além da questão regulatória:

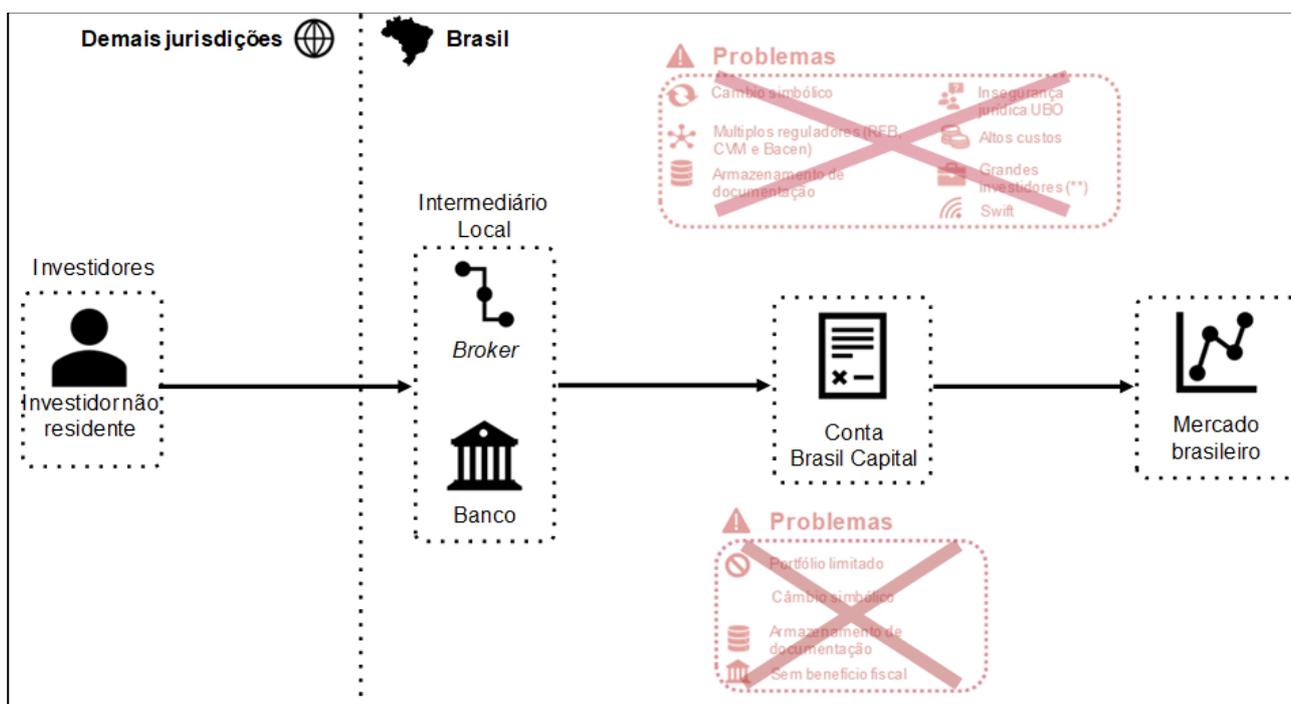
- (i) Insegurança jurídica quanto à necessidade de apresentação de informações sobre os beneficiários finais.

(ii) Dificuldade para operacionalizar SWIFT para investidores varejo.

(iii) Portfólio limitado da CDE.

(iv) Insegurança jurídica quanto à classificação de países como paraíso fiscal que está sujeita a adições e exclusões a qualquer momento.

Diante de todos esses desafios, foi possível elaborar a proposta representada graficamente na figura a seguir. Tal proposta objetiva não somente a simplificação da estrutura, mas também maior fluidez dos processos de entrada e das necessidades operacionais do investidor estrangeiro.



A seguir, exploramos as maiores dificuldades e possíveis soluções para viabilizar a simplificação do fluxo financeiro de investimento transfronteiriço no Brasil.

### 2.1.1. Entraves identificados nas atuais estruturas

#### 2.1.1.1. Conta 4.373/14

Em setembro de 2014, o CMN editou a Resolução 4.373, consolidando a regulamentação referente às aplicações de investidores não residentes nos mercados financeiro e de capitais brasileiros, atualizando também as regras aplicáveis às DRs.

Tais regras entraram em vigor em 30 de março de 2015, revogando a antiga Resolução 2.689/00. A Resolução 4.373 reuniu as disposições relativas às aplicações em portfólio feitas por investidores não residentes, consolidando os regramentos e simplificando a comunicação de informações ao BC e à CVM.

Essas entidades reguladoras editaram normas adicionais, com destaque para a Circular do BC 3.752, que trata do registro das aplicações efetuadas pelos investidores não residentes nos mercados financeiros e de capitais, inclusive por meio do mecanismo de DRs, e as instruções CVM 559 e 560, que versam sobre a aprovação de programas de DRs para negociação no exterior e o registro, as operações e a divulgação de informações de investidor não residente.

Em outras palavras, as aplicações nos mercados financeiro e de capitais de recursos externos ingressados no país, por parte de investidor não residente, inclusive a partir das contas em moeda nacional de residentes, domiciliados ou com sede no exterior, devem obedecer ao disposto na Resolução 4.373 e ser registradas junto ao BC, por meio do lançamento das informações no Sisbacen (Sistema de Informações Banco Central), RDE (Registro Declaratório Eletrônico) na modalidade Portfólio.

Além disso, os investidores não residentes devem obter registro na CVM, como determinado pela ICVM 560/15:

Art. 1º Previamente ao início de suas operações no País, o investidor não residente deve obter registro na CVM por meio de seu representante, mediante a apresentação das informações previstas no Anexo 1 desta Instrução.

Nos termos da Resolução 4.373, para fins de registro, o art. 7º determina que deve ainda o investidor não residente registrar as operações simultâneas de câmbio, sem entrega efetiva dos recursos no país:

Art. 7º Para os fins do registro de que trata esta Resolução, sujeitam-se à realização de operações simultâneas de câmbio ou de transferências internacionais em reais, sem entrega efetiva dos recursos e independentemente de prévia autorização do Banco Central do Brasil:

- I – a conversão de haveres de não residentes no País em investimento nos mercados financeiro e de capitais de que trata esta Resolução;
- II – a transferência de aplicação de investidor não residente por meio do mecanismo de Depositary Receipts, nos termos do Anexo II desta Resolução, para a modalidade de investimento estrangeiro direto no País, de que trata a Resolução nº 3.844, de 23 de março de 2010;
- III – a transferência de aplicação de investidor não residente por meio do mecanismo de Depositary Receipts, nos termos do Anexo II desta Resolução, para aplicação de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais no País, nos termos do Anexo I desta Resolução;
- IV – a transferência de aplicação de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais, nos termos do Regulamento Anexo I desta Resolução, para a modalidade de investimento estrangeiro direto no País, de que trata a Resolução nº 3.844, de 2010, e vice-versa.

Como visto, para que o investidor não residente possa aplicar nos mercados financeiro e de capitais brasileiros, é necessário cumprir todos os requisitos determinados pela Resolução 4.373, ou seja, por meio da conta que passou a ser conhecida como “Conta 4.373”.

Como trazido pelo Regulamento Anexo I à Resolução 4.373, art. 2º, I, § 1º, deve o investidor não residente constituir um ou mais representantes no Brasil, sendo essas instituições financeiras ou instituições autorizadas pelo BC:

Art. 2º Previamente ao início de suas operações, o investidor não residente deve:

- I – constituir um ou mais representantes no País;
  - II – obter registro na Comissão de Valores Mobiliários; e
  - III – constituir um ou mais custodiantes autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários.
- § 1º O representante de que trata o inciso I deve ser instituição financeira ou instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil e não se confunde, necessariamente, com aquele exigido pela legislação tributária.

Atualmente, diante das exigências regulatórias e da burocracia, o custo de operacionalização das Contas 4.373 é elevado, tornando inviável o acesso de pequenos investidores ao mercado financeiro nacional.

Nos próximos tópicos, identificamos as dificuldades e burocracias trazidas pela Resolução 4.373, apresentando os problemas identificados por meio de pesquisas, estudo da legislação e, ainda, entrevistas com players locais.

#### 2.1.1.1.1. Contrato de câmbio

Entre os principais pontos levantados pelos players locais responsáveis pelas operações de câmbio estariam os contratos a eles relacionados, mencionando sempre a necessidade de, em alguns casos, ainda existir elaboração em papel e não por meio digital.

Tratando sobre a possibilidade digital, sabemos que em março de 2017 foi publicada a Circular BC 3.829, que modificou a Circular BC 3.691 a fim de permitir a utilização de assinaturas eletrônicas em contratos de câmbio:

Art. 42. Relativamente à assinatura dos contratos de câmbio:

I – é permitido o uso de assinatura eletrônica; (Redação dada pela Circular nº 3.829, de 9/3/2017.)

(...)

§ 1º Considera-se assinatura eletrônica, para fins do disposto no inciso I do caput, as seguintes formas de identificação inequívoca do signatário:

I – certificados digitais emitidos no âmbito da Infraestrutura de Chaves Públicas (ICP-Brasil); ou

II – outros meios de comprovação de autoria e integridade de documentos de forma eletrônica, inclusive os que utilizem certificados não emitidos pela ICP-Brasil, desde que admitidos pelas partes como válidos, na forma da legislação em vigor. (Parágrafo 1º incluído pela Circular nº 3.829, de 9/3/2017.)

§ 2º No caso de utilização de assinatura eletrônica, é de exclusiva responsabilidade da instituição autorizada a operar no mercado de câmbio assegurar o cumprimento da legislação em vigor, garantindo a autenticidade e a integridade do documento eletrônico, bem como das respectivas assinaturas eletrônicas, incluindo-se a alçada dos demais signatários. (Parágrafo 2º incluído pela Circular nº 3.829, de 9/3/2017.)

Acerca da guarda desses documentos assinados digitalmente, a mesma circular aborda o assunto no art. 43, determinando que a instituição autorizada a realizar as operações de câmbio deve manter todos os arquivos disponíveis ao BC pelo prazo de cinco anos:

Art. 43. No caso de uso de assinatura eletrônica no contrato de câmbio, a instituição autorizada a operar no mercado de câmbio, negociadora da moeda estrangeira, deve: (Redação dada pela Circular nº 3.829, de 9/3/2017.)

II – estar apta a tornar disponível, de forma imediata, ao Banco Central do Brasil, pelo prazo de cinco anos, contados do término do exercício em que ocorra a contratação ou, se houver, a liquidação, o cancelamento ou a baixa, a impressão do contrato de câmbio e dele fazer constar a expressão “contrato de câmbio assinado eletronicamente”;

III – manter pelo prazo de cinco anos o documento eletrônico com as informações do contrato de câmbio e as respectivas assinaturas eletrônicas, bem como a comprovação de que o mecanismo empregado para assinatura eletrônica corresponde àqueles previstos no § 1º do art. 42. (Redação dada pela Circular nº 3.829, de 9/3/2017.)

Parágrafo único. No caso de contrato de câmbio assinado por meio de utilização de certificados digitais emitidos no âmbito da ICP-Brasil, é admitida, até 31 de dezembro de 2017, a utilização da expressão “contrato de câmbio assinado digitalmente” para fins de atendimento do inciso II. (Incluído pela Circular nº 3.829, de 9/3/2017.)

Quanto aos contratos físicos, ou seja, assinados da forma tradicional, vemos que deve ter duas vias originais, destinadas ao comprador e ao vendedor da moeda estrangeira:

Art. 42. Relativamente à assinatura dos contratos de câmbio:

(...)

II – no caso de assinatura manual, esta é aposta após a impressão do contrato de câmbio, em pelo menos duas vias originais, destinadas ao comprador e o vendedor da moeda estrangeira.

Além disso, como nos casos de guarda eletrônica, a circular determina que, em caso de contratos de papel, deve a instituição manter os arquivos pelo prazo de cinco anos:

Art. 44. No caso de assinatura manual de contrato de câmbio, a instituição autorizada a operar no mercado de câmbio deve manter via original de referido contrato, pelo prazo de cinco anos, contados do término do exercício em que ocorra a contratação ou, se houver, a liquidação, o cancelamento ou a baixa.

Os prazos acima dispostos estão ainda em concordância com o trazido pela Resolução 4.373, a qual, no art. 6º, determina que a documentação comprobatória referente ao RDE (Registro Declaratório Eletrônico) deve ser mantida pelos responsáveis pelo registro durante cinco anos, como podemos verificar a seguir:

Art. 6º Os responsáveis pelo registro, indicados nos Regulamentos anexos a esta Resolução, devem manter à disposição do Banco Central do Brasil a documentação comprobatória de todas as informações declaradas no RDE, pelo prazo de 5 (cinco) anos contado a partir da data de cada atualização.

Além disso, como regra geral aplicável às sociedades civis, temos o disposto no CC (Código Civil), que determina que se deve manter a documentação referente a escrituração, correspondência e demais arquivos referentes à atividade até a prescrição ou decadência:

Art. 1.194. O empresário e a sociedade empresária são obrigados a conservar em boa guarda toda a escrituração, correspondência e mais papéis concernentes à sua atividade, enquanto não ocorrer prescrição ou decadência no tocante aos atos neles consignados.

Por fim, acerca do tratamento dado aos contratos de câmbio, como discutido no tópico acima, sabemos que, conforme o prazo de guarda determinado pelo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais, os documentos relacionados a operações de câmbio devem ser mantidos, física ou eletronicamente, por cinco anos contados do término do exercício da contratação, liquidação, cancelamento ou baixa.

Não há intenção aqui de questionar a relevância dessa guarda de documentos comprobatórios, mas sim, como mencionaremos a seguir, a obrigação do câmbio simbólico, que multiplica de forma exponencial o volume de contratos, tornando a organização e guarda um processo custoso.

#### 2.1.1.1.1.1. Câmbio simbólico

O câmbio simbólico, também denominado câmbio simultâneo, trata-se de operação ficta para realizar o câmbio entre moedas diferentes, não havendo a efetiva saída/entrada de dinheiro do país. É usado para que seja possível se obter informações sobre a troca de moeda em determinada situação, mas sem o tradicional envio ou recebimento de recurso financeiro.

A Resolução do BC 3.689/13, que regulamenta as disposições sobre o capital estrangeiro no país e sobre o capital brasileiro no exterior, elenca, no art. 22-A, situações em que seria necessário fazer operação de câmbio sem entrega efetiva de recursos. Assim, podemos verificar que os incisos I e II aplicam-se às operações envolvendo investidores estrangeiros:

Art. 22-A. Para os fins do registro de que trata esta Circular, sujeitam-se à realização de operações simultâneas de câmbio ou de transferências internacionais em reais, independentemente de prévia autorização do Banco Central do Brasil:

I – a conversão de haveres no País de não residentes no Brasil em capital estrangeiro registrável no Banco Central do Brasil de que trata este título;

II – a transferência entre modalidades de capital estrangeiro registrado no Banco Central do Brasil, inclusive investimentos nos mercados financeiros e de capitais de que tratam os Regulamentos Anexos I e II da Resolução nº 4.373, de 2014; e

(...)

§ 1º Excetua-se do disposto no inciso II a transferência de aplicação de investidor não residente no Brasil nos mercados financeiro e de capitais no País, nos termos do Regulamento Anexo I da Resolução nº 4.373, de 2014, para aplicação de investidor não residente por meio do mecanismo de DR, nos termos do Regulamento Anexo II da Resolução nº 4.373, de 2014.

(...)

(Artigo 22-A incluído pela Circular nº 3.752, de 27/3/2015.)

Um exemplo comum dessa operação, enquadrada no inciso II, seria o investidor estrangeiro resolver mudar o tipo de portfólio no país, por exemplo, resgatar as ações que possui no Brasil e comprar títulos do governo. Nesse caso, considera-se a existência de operações simultâneas de câmbio para registrar a “saída” do investimento original do não residente (recebimento de valores referentes às ações) e a compra de títulos do governo (entrada do novo investimento). Desse modo, registra-se no BC o investimento externo efetuado.

No exemplo citado, podemos verificar que não houve efetiva saída e entrada de valores do país, mas por se tratar de bens de não residentes, em que seria necessária uma “conversão” de moeda, foi considerado o câmbio simbólico.

Partindo para outro ponto, verificamos que os operadores de câmbio no país elencam como ponto negativo o fato de alguns tipos de contratos de câmbio ainda necessitarem de assinaturas manuais (talvez por limitações das partes envolvidas), e a necessidade de armazenamento físico. Portanto, seria interessante a possibilidade de eliminar a necessidade de transações de troca simultâneas por meio de contratos de câmbio, criando uma possibilidade simplificada de levantamento estatístico sobre as classes de investimento.

O custo e o trabalho excessivo para o controle que se pretende realizar por meio do contrato de câmbio simbólico seria desproporcional ao pequeno investidor, principalmente levando em consideração aqueles que eventualmente movimentam seus ativos com certa frequência, aumentando o tempo utilizado para a organização, numeração e conferência das assinaturas desses contratos (fisicamente ou digitalmente armazenados).

Vale ressaltar que o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais dispõe que nas operações de compra e de venda de moeda estrangeira de até três mil dólares dos Estados Unidos está dispensada a apresentação de documentação, o que, ainda permanece um limite muito baixo, desincentivando a entrada de investidores de pequeno porte (i.e., eventualmente acima dos USD 3.000) no país.

#### 2.1.1.1.2. Reporte de informações para múltiplos órgãos reguladores

O investidor não residente possui inúmeras exigências positivadas na Resolução 4.373. Dentre elas, a constituição de representantes que devem, entre outras responsabilidades, fazer os cadastros e fornecer informações periódicas sobre os negócios realizados no Brasil aos principais órgãos reguladores (i.e., BC, CVM e Receita Federal do Brasil).

Segundo o art. 2º da referida resolução, o INR, antes de iniciar as operações no mercado financeiro e de capitais nacional, deve constituir três figuras centrais:

- 1) Representante legal e tributário, nos termos da Instrução Comissão de Valores Mobiliários (ICVM) 560/14, Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil (RFB) 1.585/15, Lei

8.981/95 e pela Resolução BC 3.689 (i.e., aplicação subsidiária em relação ao Registro Declaratório Eletrônico – Portfólio).

- 2) Intermediário local (broker) autorizado a prestar os serviços de intermediação regulados pela ICVM 505/11, caso o INR tenha interesse em operar ativos financeiros e valores mobiliários negociados em mercados que exijam atuação do intermediário.
- 3) Custodiante de ativos financeiros e valores mobiliários, autorizado pela ICVM 542/13.

Demonstra-se a seguir algumas das responsabilidades e informações que devem ser reportadas pelos diversos intermediários contratados pelo investidor não residente:

#### **a) Representante legal e tributário**

A figura do representante legal e tributário pode ser exercida por instituições financeiras e autorizadas pelo BC nos termos do art. 79 da Lei 8.981, de 20 de janeiro de 1995:

Art. 79. O investimento estrangeiro nos mercados financeiros e de valores mobiliários somente poderá ser realizado no país por intermédio de representante legal, previamente designado dentre as instituições autorizadas pelo Poder Executivo a prestar tal serviço e que será responsável, nos termos do art. 128 do Código Tributário Nacional (Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966) pelo cumprimento das obrigações tributárias decorrentes das operações que realizar por conta e ordem do representado.

Tal representação é realizada nas esferas judiciais e administrativas, nos diversos âmbitos legais. Contudo, destacam-se nesta seção as representações civil/penal e fiscal como dois grandes pilares das atividades divididas entre cadastro, manutenção das informações bem como apresentação e recolhimento das obrigações tributárias. Veja as duas subseções a seguir:

##### **(i) Representação legal**

Como mencionado, parte das etapas de representação legal resta no cadastro e atualização das informações junto aos órgãos reguladores (i.e., CVM, BC e RFB) e os quesitos operacionais do investimento que, basicamente, são delegados ao intermediário local. Além do ônus agregado ao risco operacional, o representante legal também é responsável pelo registro que contempla a disponibilidade de 11 informações cadastrais dispostas no Anexo I da ICVM 560. Adicionalmente, outro ônus vislumbrado é a obrigatoriedade de a representação ser realizada por

instituições financeiras autorizadas pelo BC. As informações cadastrais necessárias são de fácil obtenção; sendo assim, qualquer instituição que realizar o onboarding poderia fazer o processo de cadastro, de acordo com a relação de informações solicitadas a seguir:

Art. 1º Para efetuar o registro de investidor não residente, o representante deve enviar à CVM por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações sobre o investidor não residente:

I – nome ou denominação social;

II – se o investidor não residente é pessoa jurídica ou pessoa física;

III – caso o investidor não residente seja pessoa física, informar:

a) nome da mãe;

b) sexo;

c) data de nascimento; e

d) nacionalidade;

IV – endereço completo;

V – endereço eletrônico;

VI – país de domicílio tributário;

VII – identificar se o investidor não residente é:

a) titular de conta própria;

b) titular de conta coletiva; ou

c) participante de conta coletiva, especificando-a;

VIII – qualificação;

IX – representante tributário;

X – custodiante; e

XI – dados da pessoa indicada pelo representante para contato sobre a solicitação, informando:

a) nome;

b) telefone; e

c) endereço eletrônico.

Pode-se resumir os papéis de tal representação em: (i) elaboração do registro contendo as informações dispostas no Anexo I; (ii) manutenção e atualização das informações do referido anexo; (iii) disponibilização de documentos em caso de fiscalização pela CVM; e (iv) comunicação de eventos de extinção/alteração contratual dos serviços prestados. Conforme previsto nos arts. 10 a 13, da ICVM 560:

Art. 10. O representante de investidor não residente deve ser instituição financeira ou instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

Art. 11. O representante no País do investidor não residente deve exercer as atividades de representação previstas nesta Instrução com boa fé, diligência e lealdade.

Art. 12. É dever do representante:

I – Prestar as informações necessárias para o registro do investidor não residente na CVM;

II – Manter atualizadas as informações do investidor não residente previstas no Anexo 1;

III – Apresentar à CVM, sempre que requisitado, os seguintes documentos:

a) contrato de constituição de representante; e

b) contrato de prestação de serviço de custódia de valores mobiliários celebrado entre o investidor não residente e pessoa jurídica autorizada pela CVM a prestar tal serviço;

IV – Prestar à CVM as informações solicitadas em relação aos investidores não residentes por ele representados; e

V – Comunicar imediatamente à SIN a extinção do contrato de representação.

Art. 13. As informações prestadas sobre o investidor não residente devem ser verdadeiras, completas e consistentes.

Tratando-se das responsabilidades do representante legal, o terceiro destaque que trazemos em relação à onerosidade de tal serviço é a necessidade de o representante alimentar, mensal e semestralmente, as bases de dados da CVM. Sendo as informações dispostas no anexo 14-A da referida instrução, além dos dados cadastrais, o representante deve informar:

(...) II – Movimentação de recursos, indicando:

a) o valor das entradas e saídas de recursos ocorridas no período; e

b) as movimentações de recursos no período, segregadas entre:

1. transferências de recursos entre modalidades de investimento;
2. recursos recebidos de outro representante; e
3. recursos transferidos para outro representante;

III – Aplicação de recursos, informando:

a) tipo da aplicação, classificando em uma das seguintes categorias:

1. ações e títulos de participação no capital;
  2. ações e outros títulos e valores mobiliários cedidos em empréstimo;
  3. instrumentos de dívida – renda fixa – títulos públicos federais;
  4. instrumentos de dívida – renda fixa – títulos públicos estaduais ou municipais;
  5. instrumentos de dívida – renda fixa – emitidos por instituição financeira ou por instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil;
  6. instrumentos de dívida – renda fixa – emitidos por empresa não financeira;
  7. cotas de fundos de investimento – carteira de ações;
  8. cotas de fundos de investimento – carteira de títulos de renda fixa;
  9. cotas de fundos de investimento – imobiliário;
  10. cotas de fundos de investimento – private equity;
  11. cotas de fundos de investimento – direitos creditórios
  12. cotas de fundos de investimento – outras carteiras;
  13. ouro;
  14. disponibilidades;
  15. contratos futuros de taxas de juros;
  16. contratos futuros de moeda ou de cupom cambial;
  17. contratos de swap cambial com ajuste periódico;
  18. contratos futuros de índices de ações;
  19. demais contratos futuros;
  20. opções de taxas de juros;
  21. opções de moeda;
  22. opções de índices de ações;
  23. demais opções;
  24. demais instrumentos derivativos;
  25. demais aplicações;
  26. exigibilidades por ações e outros valores mobiliários recebidos em empréstimo;
  27. outras exigibilidades;
  28. vendas de ações a receber;
  29. direitos a receber relativos a ações; e
  30. outros valores a receber;
- b) valor de mercado (valor justo Nível 1) no último dia útil do mês de referência, ou, na ausência deste, o custo de aquisição; e
- c) valor nocional líquido no último dia útil do mês de referência das aplicações previstas nos itens 15 a 24 do art. 1º, III, “a”, deste Anexo.

IV – Patrimônio líquido.

§ 1º As aplicações mensuradas a valor de mercado (valor justo Nível 1) devem ser informadas de forma segregada daquelas mensuradas a custo de aquisição.

§ 2º Devem ser classificados na categoria “ações e títulos de participação no capital” os seguintes ativos:

I – ações e certificados ou recibos de depósito de valores mobiliários; e

II – outras aplicações de renda variável.

É nítido que as informações, majoritariamente, são obtidas junto às entidades que executam as ordens de compra e venda dos ativos em nome do INR (i.e., brokers). Tanto é verdade que a própria instrução atribui a tais entidades a obrigatoriedade de fornecer as informações necessárias para que o representante consiga honrar com a alimentação estatística. Como observamos no § 1º do art. 14:

§1º Os depositários centrais, custodiantes, entidades administradoras de mercado organizado, entidades registradoras, sistemas de liquidação, escrituradores e administradores de fundos de investimento devem fornecer ao representante as informações necessárias para a elaboração dos informes periódicos previstos neste artigo em relação aos valores mobiliários e ativos financeiros de titularidade de investidor não residente que ele representa.

Além do registro na CVM, o representante legal deve realizar o RDE-Portfólio (Registro Declaratório Eletrônico de Investimento Externo em Portfólio), no BC, gerando custo de observância, dado o duplo registro nos órgãos reguladores diferentes<sup>1</sup>. Sendo o representante legal responsável não somente pelo registro, mas também pela atualização e inserção das movimentações ocorridas com as informações obtidas junto aos brokers locais, fica clara a possibilidade de centralização da responsabilidade e possibilidade de unificação dos registros perante os órgãos competentes, como se explora no item 2.1.2.2.1.

Por fim, voltamos ao inciso IV do art. 3º, Anexo I, da Resolução 4.373, que atribui ônus significativo ao representante legal/fiscal que se assemelha à responsabilidade subsidiária fiscal, só que no âmbito penal. O referido dispositivo atribui ao representante legal a responsabilidade de receber citações, intimações e notificações relativas a possíveis contingências. Assim, além dos procedimentos administrativos, judiciais e fiscais em que o representante é responsável subsidiário, adiciona-se a responsabilidade subsidiária penal em caso de crimes contra

---

<sup>1</sup> Os registros demandam, fundamentalmente, as mesmas informações contidas no Anexo I da Resolução 4.373, conforme “Manual do Declarante”, disponível no site do BC.

o sistema financeiro, por exemplo. É uma obrigação que inviabiliza a redução de custos por parte das instituições que prestam esse serviço.

### (ii) Representação fiscal

Ressalta-se um fator agravante que colabora com os altos custos das operações de investidores estrangeiros em portfólio no país, que é a remissão que o art. 79, da Lei 8.981 de 20 de janeiro de 1995 faz à Lei 5.172, de 25 de outubro de 1966 – CTN (Código Tributário Nacional). Esse recorte da lei tributária traz o instituto da responsabilidade subsidiária recaindo sobre o representante legal/tributário e, para compensar os riscos assumidos, a representação se torna excessivamente onerosa.

Observe o art. 79 da Lei 8.981/95 e 128 do CTN:

#### Lei 8.981/95

Art. 79. O investimento estrangeiro nos mercados financeiros e de valores mobiliários somente poderá ser realizado no país por intermédio de representante legal, previamente designado dentre as instituições autorizadas pelo Poder Executivo a prestar tal serviço e que será responsável, nos termos do art. 128 do Código Tributário Nacional (Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966) pelo cumprimento das obrigações tributárias decorrentes das operações que realizar por conta e ordem do representado.

#### CTN

Art. 128. Sem prejuízo do disposto neste capítulo, a lei pode atribuir de modo expresse a responsabilidade pelo crédito tributário a terceira pessoa, vinculada ao fato gerador da respectiva obrigação, excluindo a responsabilidade do contribuinte ou atribuindo-a a este em caráter supletivo do cumprimento total ou parcial da referida obrigação.

As responsabilidades fiscais atribuídas ao INR, e subsidiariamente atribuídas ao representante legal, estão positivadas na seção III, capítulo III, da Instrução Normativa 1.585/15. Destacamos o art. 100, que trata das responsabilidades dos emissores e a hipótese de responsabilidade do representante legal quando da negociação de instrumentos derivativos fora do ambiente de bolsa (i.e., §4º) e demais disposições:

Art. 100. Fica responsável pela retenção e pelo recolhimento do imposto sobre a renda na fonte, incidente sobre os rendimentos de operações financeiras auferidos por qualquer investidor estrangeiro, a pessoa jurídica com sede no País que efetuar o pagamento desses rendimentos.

§ 1º Para efeito de incidência da alíquota aplicável aos rendimentos de que trata este artigo, o administrador dos recursos estrangeiros deverá informar à fonte pagadora o nome do país ou dependência do qual se originou o investimento.

§ 2º A falta da informação de que trata o § 1º ensejará incidência da alíquota aplicável ao rendimento auferido por residente ou domiciliado no País.

§ 3º Sem prejuízo do disposto no caput, o detentor de investimento estrangeiro de que trata o art. 88 deverá, no caso de operações realizadas em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas, nomear instituição autorizada a funcionar pelo BACEN como responsável, no País, pelo cumprimento das obrigações tributárias decorrentes das referidas operações.

§ 4º No caso de operações realizadas em mercados de liquidação futura, fora de bolsa, o investidor estrangeiro deverá, também, nomear instituição autorizada a funcionar pelo BACEN, como responsável pelo cumprimento das obrigações tributárias decorrentes dessas operações.

§ 5º No caso das operações de que trata o § 4º do art. 99, fica responsável pelo cumprimento das obrigações tributárias do investidor estrangeiro a bolsa de mercadorias e de futuros encarregada do registro do investimento externo no País.

§ 6º O imposto de que trata esta Seção será retido e pago nos mesmos prazos fixados para os residentes ou domiciliados no país, sendo considerado exclusivo de fonte ou pago de forma definitiva.

§ 7º Os rendimentos e ganhos líquidos submetidos à forma de tributação prevista neste Capítulo, não se sujeitam a nova incidência do imposto sobre a renda quando distribuídos a beneficiário no exterior.

Também vale ressaltar que a normativa já prevê um mecanismo que descentraliza a responsabilidade fiscal do representante legal/fiscal. O § 5º prevê que, em caso de “ganhos líquidos ou perdas decorrentes de operações realizadas pelos investidores [não residentes] de que trata este artigo [art. 99, da IN RFB 1.585] nos mercados de liquidação futura referenciados em produtos agropecuários, nas bolsas de mercadorias e de futuros, serão apurados em dólares dos Estados Unidos da América e convertidos em reais pela taxa de câmbio para venda de moeda estrangeira do último dia útil do mês de apuração, divulgada pelo Banco Central do Brasil (PTAX)”, a própria bolsa é responsável pelo cumprimento das obrigações tributárias, o que reforça a ideia de realocação da responsabilidade fiscal.

#### **b) Intermediário local (i.e., broker)**

Um agente fundamental na rotina operacional do investidor não residente é o intermediário local (broker ou instituição por meio da qual o investimento será transacionado). Essa entidade é regulada pela CVM sob a ICVM 505/11 e, em linhas gerais, centraliza as informações operacionais e quem tem o maior nível de detalhe dentre os intermediários quanto ao portfólio.

A seguir, destacamos algumas das responsabilidades do broker que corroboram não somente a capacidade de minúcia informacional, mas também o nível de exigência de controles internos e transparência requerida pela CVM:

##### **I. Controles internos e procedimentos auditáveis**

É requerido que o intermediário adote e formalize procedimentos internos, em linha com os dispositivos da referida instrução, nomeando, inclusive, pessoa responsável (i.e., diretor de controles internos) pela manutenção, verificação (i.e., realização de testes que comprovem a utilização de metodologias operacionais claras e bem-definidas) e divulgação para os órgãos competentes de regimentos internos e possíveis falhas. Todos os aspectos e responsabilidades dessa figura estão positivados no capítulo II da ICVM 505.

## II. Cadastro de clientes

A ICVM 505 ainda faz alusão a duas possibilidades de cadastro para o investidor não residente. A primeira, quando o intermediário local está diretamente conectado ao INR, e a segunda, quando o intermediário local se conecta ao intermediário estrangeiro.

Na primeira hipótese, o broker deve realizar os procedimentos descritos na instrução que contemplam as informações mínimas necessárias para identificação do usuário, movimentações realizadas em seu portfólio e demais alterações, inclusões ou exclusões. Como descrito no art. 5º-A da ICVM 505:

Art. 5º-A. O cadastro de clientes mantido pelo intermediário deve permitir a identificação da data e do conteúdo de todas as alterações e atualizações realizadas.

Parágrafo único. Sem prejuízo de outros procedimentos e controles adotados em função do art. 35-B, o intermediário deve garantir que os sistemas eletrônicos de cadastro contenham trilhas de auditoria íntegras e suficientes para assegurar o rastreamento das inclusões, alterações e exclusões, e que permitam identificar, no mínimo:

I – o usuário responsável;

II – a data e horário da ocorrência do evento; e

III – se o evento se trata de inclusão, alteração ou exclusão.

Outra responsabilidade cadastral que atribui caráter de suma importância a essa figura é o cadastro nas entidades administradoras dos mercados organizados (i.e., B3, Cetip etc.), como prevê o art. 6º da mesma instrução.

Quando falamos do cenário em que há a figura de dois intermediários, internacional e local, a ICVM faz referência a um “Cadastro Simplificado” na Seção II do Capítulo III. São listadas diversas exigências que o intermediário deve verificar antes de proceder ao Cadastro Simplificado. Por exemplo:

- a. Instituição intermediária estrangeira deve manter registro no órgão competente local (e.g., SEC nos EUA).
- b. Obrigação de apresentar as informações cadastrais quando solicitada.
- c. Intermediário local deve estabelecer critérios para avaliar a confiabilidade das informações compartilhadas.
- d. Intermediário internacional não deve estar localizado em país que seja considerado de alto risco em matéria de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo, e que esteja classificado como não cooperante, por organismos internacionais, em relação ao combate a ilícitos dessa natureza.
- e. O órgão regulador estrangeiro ao qual a entidade esteja submetida deve ter acordo de reciprocidade com a CVM, ou seja, ser signatária da Iosco (International Organization of Securities Commissions).

### III. Ordens

As ordens de compra e venda de ativos nos mercados organizados devem seguir os critérios estabelecidos no Capítulo IV. Dentre eles, o registro das ordens com, no mínimo, data e horário, cliente e condições de execução (e.g., mensageria eletrônica, voz, sistema eletrônico de acesso direto ao mercado), além do dever de manter a confidencialidade, autenticidade, integridade e manutenção de cópias de segurança das ordens.

Ainda em referência às ordens, a instrução vislumbra a possibilidade de execução diretamente pelo intermediário internacional, contanto que a entidade possua os pré-requisitos estabelecidos no art. 16 da ICVM 505, que muito se assemelham aos requisitos para realização do Cadastro Simplificado. Essa execução só é amparada uma vez que o INR cumpra todos os requisitos positivados na Resolução 4.373, sendo a possibilidade de acesso direto do seu intermediário ao mercado local nada mais que um facilitador operacional, nesse caso.

### IV. Demais obrigações

Além de todas as obrigações supracitadas, os intermediários locais devem seguir uma extensa lista de obrigações para o desempenho de suas atividades. Dentre elas, destaca-se:

- a. Suprir os clientes e seus representantes com as informações sobre os negócios e seu portfólio.
- b. Monitorar as operações executadas para evitar conflitos ou vantagens indevidas, decorrentes dos regramentos atuais e das instruções da CVM.
- c. Sistemas tecnológicos auditáveis.

As obrigações supracitadas são alguns exemplos do ambiente de extrema diligência e segurança que o intermediário local deve proporcionar aos seus clientes. Fica claro que o broker é o agente centralizador das informações necessárias para a realização das demais demandas regulatórias, o que pode consubstanciar a possibilidade de concatenação dos múltiplos agentes, como explorado nos itens 2.1.2.1. e 2.1.2.2 deste documento.

### **c) Custodiante local**

Outro agente que deve ser constituído de acordo com a Resolução 4.373 é o custodiante. Em suma, suas responsabilidades se resumem em controlar, conciliar as posições dos ativos investidos pelo INR e demais responsabilidades vinculadas à controladoria do portfólio do investidor estrangeiro. Destacam-se as seguintes funções, positivadas na Instrução CVM 542/13 (ICVM 542):

- a. Realizar conciliação diária entre as posições mantidas nas contas de custódia e aquelas fornecidas pelos emissores.
- b. Assegurar que os valores mobiliários custodiados, bem como os direitos provenientes dos valores mobiliários, estejam registrados em nome do INR.
- c. Manter o sigilo em relação a quantidade e características dos valores mobiliários.
- d. Prestar informações mensalmente, permitindo a identificação e a verificação dos eventos ocorridos com os valores mobiliários, contendo, no mínimo, a posição consolidada de valores mobiliários, sua movimentação e os eventos que afetem a posição do INR.
- e. Efetuar o cadastro do INR.

Verifica-se que as informações prestadas pelo custodiante local são oriundas de movimentações e eventos ocorridos no seu portfólio. Além das informações concatenadas dos intermediários locais, também é atribuída a função de cadastro do INR de acordo com as regras vigentes estabelecidas na ICVM 505, que rege as regras de cadastro dos brokers – incluindo a possibilidade do Cadastro Simplificado em caso de relacionamento com o custodiante global, respeitando as regras estabelecidas na referida instrução, assim como na Instrução CVM 560/15 (i.e., informações solicitadas para registro do investidor não residente, extraídas da Resolução 4.373) e na Instrução Normativa da Receita Federal 1.863 de 2018 (i.e., Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica e beneficiário final).

#### 2.1.1.1.3. Insegurança jurídica UBO

Com o intuito de aumentar a transparência das entidades registradas no CNPJ (Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica) a Receita Federal, em dezembro de 2018, emitiu a Instrução Normativa 1.863, tornando obrigatória a identificação dos beneficiários finais de algumas entidades, como podemos ver a seguir:

Art. 8º As informações cadastrais relativas às entidades empresariais e às entidades a que se referem os incisos V, XV, XVI e XVII do caput do art. 4º devem abranger as pessoas autorizadas a representá-las, bem como a cadeia de participação societária, até alcançar as pessoas naturais caracterizadas como beneficiárias finais ou qualquer das entidades mencionadas no § 3º.

Tal regulamentação já sofreu algumas modificações desde sua criação até o momento, por meios das instruções normativas 1.895, 1.897, 1.914 e 1.963.

A mesma instrução normativa determina que os beneficiários finais são indivíduos que direta ou indiretamente detêm, controlam ou influenciam significativamente a entidade ou em cujo nome uma transação é conduzida:

Art. 8º (...) § 1º Para efeitos do disposto no caput, considera-se beneficiário final:  
I – a pessoa natural que, em última instância, de forma direta ou indireta, possui, controla ou influencia significativamente a entidade; ou  
II – a pessoa natural em nome da qual uma transação é conduzida.  
§ 2º Presume-se influência significativa, a que se refere o § 1º, quando a pessoa natural:  
I – possui mais de 25% (vinte e cinco por cento) do capital da entidade, direta ou indiretamente; ou  
II – direta ou indiretamente, detém ou exerce a preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da entidade, ainda que sem controlá-la.

Além disso, para as entidades existentes já cadastradas no CNPJ, a divulgação era devida até 26 de junho de 2019, as demais entidades devendo divulgar seus beneficiários finais em até 90 dias da data de seu cadastramento:

Art. 19. A inscrição no CNPJ de entidade domiciliada no exterior exclusivamente para realizar aplicações no mercado financeiro ou de capitais decorre automaticamente do seu registro na CVM como investidor não residente no País, vedada a apresentação da solicitação de inscrição em unidade cadastradora do CNPJ.(...)

§ 2º Em até 90 (noventa) dias a partir da data de inscrição, as entidades estrangeiras qualificadas de acordo com a regulamentação da CVM, por meio de seu representante legalmente constituído e nos termos do art. 8º, devem:

(...)

II – em relação às entidades abaixo qualificadas que não possuem influência significativa em entidade nacional, apenas mediante solicitação, informar o beneficiário final e prestar as informações e apresentar os documentos de que trata o § 4º, na forma prevista no § 5º:

a) bancos comerciais, bancos de investimento, associações de poupança e empréstimo, e custodiantes globais e instituições similares, reguladas e fiscalizadas por autoridade governamental competente;

b) companhias seguradoras reguladas e fiscalizadas por autoridade governamental competente;

c) sociedades ou entidades que tenham por objetivo distribuir emissão de valores mobiliários, ou atuar como intermediários na negociação de valores mobiliários, agindo por conta própria, registradas e reguladas por órgão reconhecido pela CVM; e

d) qualquer entidade que tenha por objetivo a aplicação de recursos nos mercados financeiro e de capitais:

1. desde que seja registrada e regulada por órgão reconhecido pela CVM ou cuja administração da carteira seja feita de forma discricionária por administrador profissional registrado e regulado por entidade reconhecida pela CVM;

2. das quais participem pessoas naturais ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior; e

3. desde que nenhuma pessoa natural possua direta ou indiretamente influência significativa nos termos do inciso I do § 2º do artigo 8º desta Instrução Normativa.

e) qualquer entidade não financeira ativa, entendida como tal aquela que cumpra com um dos requisitos abaixo:

1. cuja receita bruta no ano-calendário anterior corresponda em menos de 50% (cinquenta por cento) a rendimento passivo e cujos ativos mantidos durante o ano-calendário anterior que produzam ou que sejam mantidos para a produção de rendimento passivo representem menos de 50% (cinquenta por cento) do total dos ativos mantidos pela entidade durante tal período;

2. cuja totalidade das atividades consistam em deter, integral ou parcialmente, as ações em circulação de uma ou mais subsidiárias envolvidas em transações ou negócios que não sejam os habitualmente praticados por instituição financeira, ou oferecer financiamento e serviços àquelas subsidiárias, desde que não se qualifique como fundo de investimento ou qualquer instrumento de investimento cujo objeto consista em adquirir ou financiar empresas e, assim, deter participação em tais empresas como ativos de capital para fins de investimento;

3. que ainda não esteja operando e não possua histórico operacional, mas esteja investindo capital em ativos com vistas a operar em ramo diverso de uma instituição financeira, desde que dentro do prazo de 24 (vinte e quatro) meses após a data de constituição da entidade;

4. em processo de liquidação de seus ativos ou que esteja se reestruturando com o intuito de continuar ou reiniciar suas operações em negócio diverso daquele praticado por instituição financeira e desde que não tenha sido uma instituição financeira nos últimos 5 (cinco) anos; ou

5. que opere principalmente com transações de financiamento e de hedging com ou para entidades relacionadas que não sejam instituições financeiras e que não ofereça financiamento ou serviços de hedging para qualquer entidade que não seja uma entidade relacionada, desde que o grupo de quaisquer dessas entidades relacionadas esteja principalmente envolvido em negócio diverso daquele praticado por instituição financeira.

f) qualquer entidade detida, direta ou indiretamente, em sua totalidade, por uma ou mais de quaisquer das entidades listadas neste inciso.

III – em relação aos demais fundos ou entidades de investimento coletivo, inclusive aqueles que realizem investimentos no mercado financeiro e de capitais do País por meio de veículos de investimento, prestar as informações e apresentar os documentos de que trata o § 4º, apenas mediante solicitação, na forma prevista no § 5º, bem como apresentar o QSA e informar o beneficiário final;

IV – em relação aos entes constituídos sob a forma de trusts ou outros veículos fiduciários, sociedades constituídas com títulos ao portador e das demais pessoas jurídicas constituídas no exterior não enquadradas nas categorias anteriores, informar o beneficiário final e apresentar, na forma prevista no § 5º:

a) ato constitutivo ou certidão de inteiro teor da entidade, observada a “Tabela de Documentos e Orientações” constante no Anexo VIII desta Instrução Normativa;

b) documento de identificação ou passaporte do representante legal da entidade no país de origem;

c) ato que demonstre os poderes de administração do representante legal no país de origem da entidade estrangeira (ata de eleição ou documento equivalente), caso tal informação não conste do ato de constituição;

d) QSA; e

e) os documentos e as informações de que trata o § 4º, mediante solicitação da RFB.

Existe, ainda, a hipótese da entidade que está sujeita à divulgação do beneficiário final, mas não tem alguém que se enquadre em tal classificação. Nesse caso, mesmo não havendo (quem se enquadre no conceito conforme a norma), é necessário declarar essa condição e anexar documentos que a comprovam, como confirmado pelo Ato Declaratório Executivo Cocad 9/17:

## 2. ENTIDADES DOMICILIADAS NO EXTERIOR

(...)

Observação para todas as entidades domiciliadas no exterior: caso a entidade esteja obrigada a informar os seus beneficiários finais, mas não possua ninguém que se enquadre nesse conceito, conforme definido pelo art. 8º da IN RFB nº 1.634/2016, esta deve informar tal condição no Coletor Nacional dentro do prazo de 90 dias, para evitar a suspensão.

## 3. ENTIDADES NACIONAIS

(...)

Observação para todas as entidades nacionais: caso a entidade esteja obrigada a informar os seus beneficiários finais, mas não possua ninguém que se enquadre nesse conceito, conforme definido pelo art. 8º da IN RFB nº 1.634/2016, não há necessidade de informar tal condição no Coletor Nacional.

Caso as empresas não declarem seus beneficiários finais, nos termos da instrução normativa, cumprindo todos os prazos estabelecidos, podem ter a inscrição no CNPJ suspensa.

As normas dizem respeito aos aspectos meramente cadastrais do UBO no ambiente regulatório brasileiro. Quanto aos aspectos tributários do UBO, não havia norma específica que

determinasse a desqualificação de um tratamento fiscal a negócios jurídicos que, porventura, beneficiassem indiretamente pessoas físicas brasileiras. Em 2016, a Receita Federal informou que estava “sob análise investimentos em uma dezena de instituições financeiras, e pesquisas já apontaram indícios de interposição para ocultar o contribuinte brasileiro que detém efetivamente os recursos”<sup>2</sup>. As instituições, como administradoras de FIPs e custodiantes de contas de investidores estrangeiros, foram surpreendidas com fiscalizações e autuações que exigiam detalhamento de informações que não estavam disponíveis e sequer havia indicação de que seriam exigidas quando os fundos foram constituídos, recaindo sobre fundos que inclusive já haviam sido extintos. Além disso, houve penalização dos fundos e não do investidor isoladamente.

Em dezembro de 2019, a RFB publicou o Ato Declaratório Interpretativo 5/19 (ADI 5), dispondo que a análise acerca do cumprimento dos requisitos deverá considerar apenas o investidor direto, salvo nos casos de dolo, fraude e simulação:

Art. 1º – A origem do investimento, para fins de aplicação do regime especial de tributação previsto nos artigos 88 a 98 da Instrução Normativa nº. 1.585, de 31 de agosto de 2015, será determinada com base na jurisdição do investidor direto no País, exceto nos casos de dolo, fraude ou simulação.

Ainda assim, a divulgação do beneficiário final foi um dos assuntos mais citados pelas instituições financeiras que intermedeiam os investimentos estrangeiros no país, principalmente por conta da dificuldade para que seja possível a identificação destes, como nos casos em que as próprias instituições financeiras brasileiras não têm informações suficientes dos beneficiários finais para fornecer à Receita Federal quando os requisitos de KYC (know your client – conheça seu cliente) foram eventualmente cumpridos pelos intermediários estrangeiros.

Ademais, ainda não está claro quais são as situações que a RFB considerará como fraude ou simulação, permanecendo a situação de insegurança jurídica para o mercado.

#### 2.1.1.1.3.1. Insegurança jurídica dos FIPs e limite de 40% para isenção

A identificação do UBO também é extremamente controversa quando falamos em FIPs (Fundos de Investimento em Participações), como definido pelo art. 2º da Lei 11.312/06:

---

<sup>2</sup> <https://receita.economia.gov.br/orientacao/tributaria/auditoria-fiscal/resultado-da-fiscalizacao-ate-ago16-e-operacoes-de-combate-a-fraudes-e-evasao-com-manutencao-de-recursos-no-ext.pdf> acessado em 30/10/2020.

Art. 2º Os rendimentos auferidos no resgate de cotas dos Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, inclusive quando decorrentes da liquidação do fundo, ficam sujeitos ao imposto de renda na fonte à alíquota de 15% (quinze por cento) incidente sobre a diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição das cotas.

O art. 3º da lei reduz a zero a alíquota do imposto de renda dos rendimentos auferidos por meio dos FIPs quando pagos a beneficiário no exterior. No entanto, a isenção pressupõe que a participação desse quotista residente no exterior não pode, isoladamente ou em conjunto, ser superior a 40% da totalidade das cotas ou ao recebimento superior a 40% dos rendimentos do fundo.

Art. 3º Fica reduzida a zero a alíquota do imposto de renda incidente sobre os rendimentos auferidos nas aplicações em fundos de investimento de que trata o art. 2º desta Lei quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior, individual ou coletivo, que realizar operações financeiras no País de acordo com as normas e condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

§ 1º O benefício disposto no caput deste artigo:

I – não será concedido ao cotista titular de cotas que, isoladamente ou em conjunto com pessoas a ele ligadas, represente 40% (quarenta por cento) ou mais da totalidade das cotas emitidas pelos fundos de que trata o art. 2º desta Lei ou cujas cotas, isoladamente ou em conjunto com pessoas a ele ligadas, lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 40% (quarenta por cento) do total de rendimentos auferidos pelos fundos;

II – não se aplica aos fundos elencados no art. 2º desta Lei que detiverem em suas carteiras, a qualquer tempo, títulos de dívida em percentual superior a 5% (cinco por cento) de seu patrimônio líquido, ressalvados desse limite os títulos de dívida mencionados no § 4º do art. 2º desta Lei e os títulos públicos;

III – não se aplica aos residentes ou domiciliados em país que não tribute a renda ou que a tribute à alíquota máxima inferior a 20% (vinte por cento).

§ 2º Para efeito do disposto no inciso I do § 1º deste artigo, considera-se pessoa ligada ao cotista:

I – pessoa física:

a) seus parentes até o 2º (segundo) grau;

b) empresa sob seu controle ou de qualquer de seus parentes até o 2º (segundo) grau;

c) sócios ou dirigentes de empresa sob seu controle referida na alínea b deste inciso ou no inciso II deste artigo;

II – pessoa jurídica, a pessoa que seja sua controladora, controlada ou coligada, conforme definido nos §§ 1º e 2º do art. 243 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

§ 3º A alíquota 0 (zero) referida no caput também se aplica aos ganhos de capital auferidos na alienação ou amortização de quotas de fundos de investimentos de que trata este artigo. (Incluído pela Lei nº 12.973, de 2014)

A exposição de motivos da Medida Provisória 381/06, posteriormente convertida na Lei 11.312/06, explica a importância econômica dos FIPs, sendo um “importante instrumento de atração de recursos externos, o que traz consigo o aprimoramento da prática de governança corporativa e gestão empresarial e financeira, com destaque para empresas de pequeno porte e empreendedoras de novas tecnologias, que poderiam se tornar reféns de práticas ineficientes”.

9. De maneira complementar, propõe-se incentivar o desenvolvimento do segmento de capital de risco (venture capital), reduzindo, desde que atendidas certas condições, a “zero” a alíquota de imposto de renda incidente sobre os rendimentos auferidos por investidor não residente em Fundos de Investimento em Empresas Emergentes – FIEE, em Fundos de Investimento em Participações – FIP, e em Fundos de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Participações – FCFIP.

10. É notório que uma das principais barreiras à abertura de novos negócios é a dificuldade dos respectivos empreendedores em acessar o mercado de crédito, seja pela ausência de histórico que prove a capacidade de honrar os compromissos a serem assumidos, seja pela ausência de garantias reais que possam ser executadas em caso de inadimplência.

11. Nas principais economias mundiais, desenvolvidas e emergentes, essa lacuna é preenchida pelo capital de risco (venture capital). Tais recursos, geralmente organizados via fundos, são captados junto a investidores qualificados e institucionais para investir em empresas de pequeno porte com ideias inovadoras, na maioria das vezes associadas ao desenvolvimento de tecnologia de ponta, as quais apresentam um forte potencial de crescimento, porém com elevado risco.

12. Neste sentido, pode-se considerar o venture capital um instrumento para o aumento da competitividade do país, que incentiva não só o empreendedorismo, mas principalmente a pesquisa e o desenvolvimento de novas tecnologias. Trata-se também de um importante instrumento de atração de recursos externos, o que traz consigo o aprimoramento da prática de governança corporativa e gestão empresarial e financeira, com destaque para empresas de pequeno porte e empreendedoras de novas tecnologias, que poderiam se tornar reféns de práticas ineficientes.

13. Enfim, a proposta ora em tela representa uma demanda antiga da indústria de venture capital e tem como objetivo equiparar o rendimento nela auferido pelo investidor não residente ao tratamento que já é conferido a esses nas transações com ações em bolsa.

De fato, a instituição dos FIPs representou um marco significativo na indústria financeira do país, com o investimento de centenas de bilhões de reais ao longo dos últimos anos, sendo parcela significativa advinda do exterior.

No entanto, referidos instrumentos foram surpreendidos com autuações que questionavam a isenção adotada por eles, baseados em identificação dos UBOs e de situações em que a autoridade fiscal considerou haver partes relacionadas e sob controle comum, quando, na realidade, essas relações eram apenas estruturas de captação e/ou de gestão, e não tinham nenhuma relação com a propriedade de fato do recurso investido.

As autoridades fiscais, em suas diligências, alegaram que as gestoras dos FIPs estavam “ocultando” as informações necessárias para a correta tributação desses rendimentos. Tais “ocultações” teriam o intuito de não evidenciar quem são os destinatários finais desses rendimentos, que poderiam, em tese, possuir mais do que 40% das cotas do fundo, estarem em países considerados de tributação favorecida ou, até mesmo, que os investidores sejam brasileiros, investindo via uma estrutura criada no exterior para fazer jus à isenção.

Essa matéria resta evidente no Plano Anual de Fiscalizações<sup>3</sup> divulgado pela RFB em 2016. O órgão informou estar investigando a suposta ocultação de brasileiros nas estruturas de FIPs para driblar a alíquota de 15% e gozar da isenção prevista pelo art. 3º:

A Receita Federal já identificou planejamento tributário abusivo, envolvendo o ingresso de recursos em nome de não residentes, muitas vezes por intermédio de fundos de investimento, especialmente FIP. Como resultado de diligências realizadas no Rio de Janeiro, houve recolhimento espontâneo de imposto em função do não cumprimento de requisitos da Lei nº 11.312, de 2006.

Para confirmar o planejamento, há fiscalizações em andamento, em caráter piloto, conduzidas por Auditores-Fiscais lotados na Delegacia Especial de Maiores Contribuintes de São Paulo, maior unidade da RFB especializada em planejamento tributário abusivo.

Estão sob análise investimentos em uma dezena de instituições financeiras, e pesquisas já apontaram indícios de interposição para ocultar o contribuinte brasileiro que detém efetivamente os recursos.

A situação gera insegurança jurídica uma vez que os FIPs foram instituídos muito antes de a Receita Federal discutir a identificação do beneficiário final, e o KYC realizado pelos gestores com base no determinado pelos reguladores do setor não parece ser suficiente para sanar os questionamentos da RFB.

De acordo com os motivos expostos, a Lei 11.312/06 foi editada com o objetivo de:

- a. Alavancar as empresas de pequeno porte.
- b. Incentivar a pesquisa e o desenvolvimento de novas tecnologias.
- c. Desenvolver o segmento de capital de risco (venture capital).
- d. Atrair recursos externos.

Os FIPs foram muito bem recebidos no mercado de capitais brasileiro e se tornaram veículo de fomento importantíssimo. A insegurança jurídica trazida pelo teste dos 40% parece ir contra a intenção do legislador de incentivar o investimento privado no país, uma vez que as autuações fiscais acabaram elevando o risco dos administradores de fundos, que passam a não atuar mais nesse mercado ou, se atuam, exigem garantias dos investidores estrangeiros, os quais não estão preparados a aceitar, uma vez que o prazo de vida do fundo acaba sendo menor que o período que a garantia pudesse eventualmente durar.

---

<sup>3</sup> Conforme comunicado acessado em 2 out. 2020: <https://receita.economia.gov.br/orientacao/tributaria/auditoria-fiscal/resultado-da-fiscalizacao-ate-ago16-e-operacoes-de-combate-a-fraudes-e-evasao-com-manutencao-de-recursos-no-ext.pdf>

Caso o objetivo da Receita Federal seja evitar o uso do FIP como holdings de grupos econômicos que, de outra forma, devam ser estruturados através da Lei 4.131/62 (FDI – foreign direct investment), poderia conectar o benefício fiscal à classificação da CVM de FIP efetivamente de private equity, com a devida discricionariedade do gestor.

Assim, pode-se estabelecer que a regra e o teste dos 40% sejam exigidos apenas aos FIPs que não servem o propósito de uma entidade de investimento. Isto é, aqueles que não estão em consonância com o previsto nos arts. 4º e 5º da ICVM 579:

Art. 4º São qualificados como entidades de investimento os fundos que, cumulativamente:  
I – obtenham recursos de um ou mais investidores com o propósito de atribuir o desenvolvimento e a gestão de uma carteira de investimento a um gestor qualificado que deve possuir plena discricionariedade na representação e na tomada de decisão junto às entidades investidas, não sendo obrigado a consultar os cotistas para essas decisões e tampouco indicar os cotistas ou partes a eles ligadas como representantes nas entidades investidas;

II – se comprometam com os investidores com o objetivo de investir os recursos unicamente com o propósito de retorno através de apreciação do capital investido, renda ou ambos;

III – substancialmente mensurem e avaliem o desempenho de seus investimentos, para fins de modelo de gestão, com base no valor justo; e

IV – definam nos seus regulamentos estratégias objetivas e claras a serem utilizadas para o desinvestimento, assim como a atribuição do gestor de propor e realizar, dentro do prazo estabelecido na estratégia, o desinvestimento, de forma a maximizar o retorno para os cotistas.

Parágrafo único. Não caracteriza desatendimento ao disposto no inciso I os casos em que os cotistas deliberem sobre propostas encaminhadas pelo gestor, por meio de comitê de investimento, em relação às decisões inerentes à composição da carteira do fundo.

Art. 5º Na avaliação das condições constantes no artigo anterior, o administrador deve adicionalmente considerar a existência das seguintes características típicas de entidade de investimento:

I – possuir mais de um investimento, direta ou indiretamente;

II – ter mais de um cotista, direta ou indiretamente;

III – ter cotistas que não influenciam ou não participam da administração das entidades investidas ou não sejam partes ligadas aos administradores dessas entidades;

IV – possuir investimento em entidades nas quais os cotistas não possuam qualquer relação societária, direta ou indiretamente, previamente ao investimento do fundo.

Parágrafo único. A ausência de alguma dessas características típicas não necessariamente desqualifica uma entidade para ser entidade de investimento.

Aos veículos de investimento que buscam exercer as funções de outras sociedades, como as holdings, cabe a fiscalização das autoridades fazendárias quanto ao atingimento dos requerimentos mínimos exigidos por lei. Contudo, aos que se enquadram na função do instrumento de captação com genuíno intuito de investimento, poder-se-ia conceder regime fiscalizatório mais brando, uma vez que os próprios administradores e gestores já se ocupam com a classificação desses instrumentos amparados pela regulamentação do órgão máximo do mercado mobiliário.

Assim, propomos que o teste de 40% não seja mais exigido, permanecendo a isenção para o investidor não residente e a tributação do investidor residente por ocasião da sua apuração de ganho de capital.

#### 2.1.1.1.4. Swift para investidores de pequeno porte

A SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) foi fundada em 1973 na Bélgica. Em 1977, o sistema de mensagens entre bancos passou a operar em 518 instituições de 22 países e, já nos primeiros 12 meses, foram trocadas 10 milhões de mensagens.

Atualmente essa plataforma de mensagens, produtos e serviços conecta mais de 11 mil organizações bancárias e de valores mobiliários, infraestruturas de mercado e clientes corporativos em mais de 200 países e territórios, permitindo que se comuniquem com segurança e troquem mensagens financeiras padronizadas de maneira confiável.

O código SWIFT foi instituído pela norma ISO 9362. A maioria das transações interbancárias internacionais, como ordens de pagamento e transferências bancárias, realizada por meio da rede SWIFT, requer a apresentação de um código. Para efetivar essas transações, cada participante deve ter relação bancária com outro.

Também chamado de BIC (Bank International Code), esse código universal tem de oito a onze caracteres, subdivididos em quatro partes, e indica o código do banco, do país, da região e da filial, identificando as instituições bancárias envolvidas em transferências internacionais.

Com essa padronização, o processo de transferências de dinheiro entre países com idiomas diferentes visa tornar-se mais prático e seguro. Além do Código SWIFT, também é necessário o IBAN, que identifica a conta do beneficiário para transferências entre diferentes países.

Apesar de toda a modernidade e segurança que o SWIFT pretende trazer, existe uma taxa cobrada para que esse processo seja realizado visando à manutenção do funcionamento do sistema. O valor cobrado pode variar dependendo da instituição financeira utilizada e pode ser considerado elevado dependendo do valor da remessa.

De acordo com as informações disponibilizadas pelo próprio SWIFT, o sistema visa encorajar o uso e reconhecer a contribuição de grandes usuários, bem como reduzir as barreiras à entrada de usuários menores, com preço projetado para ser economicamente sustentável e manter o espírito de comunidade sobre o qual a SWIFT foi fundada.

Além disso, informa que, em cada um dos últimos três ciclos estratégicos, a SWIFT diminuiu o custo médio da unidade de mensagens em mais de 50%, retornando os benefícios da economia de escala de volta para a comunidade.

Por mais que exista essa possibilidade de redução de custos do serviço oferecido pelos bancos, entendemos que deveria haver forma de uma pessoa física, de pequeno porte, investir diretamente no Brasil sem a necessidade da intermediação da instituição financeira, o que veremos nos próximos capítulos.

Mesmo se tratando de sistema seguro e indicado para que sejam realizadas transações internacionais, ainda não é totalmente adaptável a investidores de pequeno porte, principalmente por causa do valor elevado para sua utilização e da complexidade de utilização do SWIFT, não sendo, portanto, opção acessível.

#### 2.1.1.2. CDE (Conta de Domiciliado no Exterior)

##### 2.1.1.2.1. Regime fiscal ordinário

A CDE (Conta de Domiciliado no Exterior) trata-se de conta bancária especial para investidores não residentes manterem depósitos à vista, em reais, junto a uma instituição financeira no Brasil, sendo os depósitos e saques realizados nesta conta considerados TIR (Transferências Internacionais em Reais), por serem os titulares pessoas não residentes. Esse é requisito da legislação cambial (BC), e não da legislação tributária (Receita Federal).

Diferentemente de conta bancária comum, o BC exige que os bancos brasileiros obedeçam a uma série de requisitos para abrir e manter contas de não residente.

A possibilidade de um não residente abrir uma conta em moeda nacional foi criada pela Carta-Circular BC 5, de fevereiro de 1969, conhecida como CC5. Essa regulamentação foi

revogada pela Circular 2.677, de abril de 1996, que disciplinou abertura, movimentação e cadastro das contas de não residentes no Sisbacen.

Em março de 2005, a Circular 3.280 revogou o normativo anterior e instituiu o RMCCI (Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais), que estabeleceu as condições para a operacionalização das contas de não residentes. Posteriormente, em dezembro de 2013, o RMCCI foi substituído pela Circular 3.691.

A presente conta insere-se na política de liberdade cambial vigente no país, conforme disposto no item 3 do RMCCI:

As pessoas físicas e as pessoas jurídicas podem comprar e vender moeda estrangeira ou realizar transferências internacionais em reais, de qualquer natureza, sem limitação de valor, sendo contraparte na operação agente autorizado a operar no mercado de câmbio, observada a legalidade da transação, tendo como base a fundamentação econômica e as responsabilidades definidas na respectiva documentação.

Atualmente, a circular que trata sobre os requisitos de abertura da CDE é a 3.691/13, cujo art. 168 traz alguns requisitos:

Art. 168. As pessoas físicas ou jurídicas, residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, podem ser titulares de contas de depósito em moeda nacional no País, exclusivamente em agências que operem em câmbio de instituições bancárias autorizadas a operar no mercado de câmbio, observadas as disposições deste Título.

§ 1º As contas de residentes, domiciliados ou com sede no exterior devem conter características que as diferenciem das demais contas de depósito, de modo a permitir sua pronta identificação.

§ 2º É obrigatório o cadastramento no Sisbacen de contas de depósito em moeda nacional, no País, tituladas por pessoas físicas ou jurídicas, residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, pelo banco depositário dos recursos. (Redação dada, a partir de 3/11/2015, pela Circular nº 3.750, de 11/3/2015.)

§ 3º O cadastramento a que se refere o § 2º deve ser efetuado concomitantemente à abertura da conta.

§ 4º Nas transferências amparadas em registros do Banco Central do Brasil, o número do respectivo registro deve ser consignado no campo apropriado da mensagem. (Redação dada, a partir de 3/11/2015, pela Circular nº 3.750, de 11/3/2015.)

A Resolução BC 4 modificou de 10 mil reais para 100 mil reais o limite de movimentação na CDE para que se imponha a comprovação documental, sendo necessária a identificação do depositante e do beneficiário, assim como da natureza dos pagamentos, da proveniência e destinação dos recursos:

Art. 173. As transferências internacionais em reais de valor igual ou superior a R\$100.000,00 (cem mil reais) sujeitam-se à comprovação documental a ser prestada ao banco no qual é

movimentada a conta de residente, domiciliado ou com sede no exterior. (Redação dada, a partir de 1º/9/2020, pela Resolução BC nº 4, de 12/8/2020.)

Atualmente, a manutenção da CDE tem custo elevado, e a instituição financeira possui a legitimidade de decidir se vai ou não operar com essa conta, não sendo obrigada normativamente a fazê-lo. A conta torna-se não atrativa para os bancos principalmente pelo nível de rigor da regulamentação apresentada pelo BC, que impõe custo desproporcional para os bancos, de forma que estes preferem não abrir contas de investidores não residentes ou repassar os custos de conformidade para os clientes.

A legislação cambial brasileira visa a controles cambiais de forma restrita e ainda há importantes vedações a operações realizadas sem a intermediação de instituições autorizadas pelo BC a operar no mercado de câmbio, sendo a CDE um bom exemplo disso.

Sem dúvida, o que se pretende é coibir a prática de operações ilícitas envolvendo o uso de contas bancárias de investidores não residentes, mas com tamanha imposição de requisitos e regulamentações inibe-se as demais operações lícitas.

#### 2.1.1.2.2. Limitação de portfólio

Uma das principais limitações da Conta de Domiciliado no Exterior é a possibilidade de utilização para realizar aplicações no mercado financeiro e de capitais. A própria Resolução 4.373 estabelece que os únicos investimentos que podem ser realizados sem o cumprimento dos requisitos estabelecidos na normativa são: os depósitos a prazo e em poupança. Conforme previsto no § 3º, art. 1º, da referida resolução:

§ 3º Excluem-se das disposições desta Resolução as aplicações de investidores não residentes titulares de contas de depósito em moeda nacional no País que realizarem aplicações em depósito de poupança ou em depósitos a prazo no próprio banco depositário da conta.

Dessa forma, esse instrumento de acesso ao sistema financeiro nacional certamente não é suficiente para se utilizar como acesso aos mercados financeiro e de capitais em seu potencial.

#### 2.1.1.2.3. Câmbio simbólico

Vale lembrar que, nos termos citados no tópico 2.1.1.1.1, a CDE também exige a realização de contratos de câmbio simbólicos para movimentações na conta, resgates e, ainda, para

os depósitos. Assim, tanto o limite de R\$ 100.000 que demanda a obrigatoriedade de comprovação documental, quanto o limite de US\$ 3.000 que estabelece a necessidade de formalização do contrato de câmbio, são aplicáveis a CDE.

### 2.1.2. Soluções propostas

Devido aos problemas identificados, ao aprendizado derivado do estudo internacional de operacionalização do investimento de não residentes no mercado local e da saída de recursos locais para investir em mercados financeiro e de capitais estrangeiros, contempla-se a proposição de profundas modificações na rotina operacional e até mesmo a extinção de da obrigação de agentes intermediários visando a um processo mais fluido para que o investidor estrangeiro acesse o mercado local.

#### 2.1.2.1. Equiparar o tratamento do investidor residente PJ ao PF

##### **a. Cenário atual**

Como explorado no item 2.1.1.1.2, as funções da entidade custodiante exclusiva da Resolução 4.373, poderiam ser desempenhadas pelo broker, da mesma forma que já ocorre para o investidor local.

##### **b. Proposição**

Nesse sentido, propomos a desobrigação da constituição de custodiante local para pessoas jurídicas, o que traz significativa redução de custos. Ao passo que desonera o INR, a desobrigação do custodiante não extingue o serviço, que pode ser opcional para quem julgar necessário, portanto, apenas reforça o seu valor àqueles investidores que efetivamente realizarem operações com múltiplos intermediários locais que justifiquem controle centralizado. Tal mudança exigiria a remoção da lista de deveres do INR do art. 2º, Anexo I, da Resolução 4.373.

##### **c. Justificativas**

Um aspecto interno que corrobora a desobrigação da constituição do custodiante pelo INR é a mais recente Resolução 4.852 do BC, que desobriga o custodiante local para INR pessoas

físicas. Destacamos a alteração do § 3º, redação do § 4º, art. 2º, Anexo I, da 4.373/14, inserido pela nova resolução do BC:

§ 3º A Comissão de Valores Mobiliários disciplinará o registro a que se refere o inciso II (registro perante a CVM), podendo inclusive dispensar o investidor não residente pessoa física dessa obrigação.

§ 4º Exceetua-se da obrigação disposta no inciso III (constituição do custodiante) o investidor não residente pessoa física.

A obrigatoriedade dessa figura já foi excluída para o investidor pessoa física, usualmente detento de operações financeiras mais simplificadas. No caso da pessoa jurídica, mesmo possuindo ativos mais robustos ou até mesmo diversos intermediários locais, a obrigatoriedade também é ônus sobressalente. Ao passo em que há a possibilidade de representação do INR por meio de custodiante internacional por ele contratado, além dos próprios brokers locais que podem também assumir esse papel, obrigar o INR a ter um custodiante exclusivo da conta de não residente nos parece ser custo redundante, devendo ser decisão de governança opcional, e não obrigação regulatória.

Por fim, vale ressaltar que a ICVM 505, em seu art. 16, permite ainda que o intermediário internacional, uma vez respeitados os requisitos estabelecidos na instrução, tenha acesso direto para efetuar as ordens em nome do seu cliente (i.e., INR), criando um canal direto entre o mercado financeiro e de capitais local e o INR – de forma mais fluida e de fácil acesso. Observe o art. 16 da ICVM 505/11 a seguir:

Art. 16. O intermediário e o administrador de carteira não residentes somente podem ser usuários de terminais de sistemas eletrônicos de negociação de acesso direto ao mercado se atenderem aos seguintes requisitos:

- I – ter sede em país cujo órgão regulador do mercado de valores mobiliários tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação mútua que permita o intercâmbio de informações financeiras de investidores, ou seja, signatário do memorando multilateral de entendimento da International Organization of Securities Commissions – IOSCO; e
- II – estar registrado em seu país de origem como intermediário ou administrador de carteira.

#### **d. Benchmark internacional**

Observando o panorama internacional, entre os países pesquisados, nenhum inclui a obrigatoriedade de figura intermediária que desempenhe papel semelhante ao custodiante exclusivo de contas de não residentes, como em nosso país. A prática internacional prevê que a instituição financeira que fornece o serviço de intermediação (i.e., broker) e opera em nome do INR

também seja responsável ou ofereça o serviço de controladoria/custódia do portfólio. Isso é ilustrado na tabela a seguir:

<b>Resultado do benchmark</b>						
Obrigatoriedade de constituição de custodiante para ingresso no mercado financeiro e de capitais						
Comentários	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Como demonstrado, nenhum dos países pesquisados impõe a figura de custodiante exclusivo como pré-requisito para ingresso do INR no mercado local. O único intermediário imposto a ele é a entidade autorizada a executar as ordens de investimento, brokers ou outra instituição financeira, dependendo do ativo.

#### 2.1.2.2. Representação legal

##### a. Cenário atual

Atualmente, a figura do representante legal possui papel central na operacionalização do portfólio do INR. Contudo, esse papel não lhe outorga poderes para efetivamente realizar as transações, apenas contratar alguém que o faça em nome de seu cliente. O representante legal/fiscal é, portanto, dependente do intermediário local (i.e., broker) no quesito informacional, uma vez que o intermediário é o primeiro nível de controle operacional – é quem executa as transações.

Para que se efetive a extinção ou desobrigação dessa figura, primeiro devemos segregar as funções de representação legal e representação fiscal, como abordado no item 2.1.2.3. Com a eliminação da responsabilidade fiscal das funções do representante legal (voltaremos a elas posteriormente), temos as seguintes tarefas remanescentes: (i) registro na CVM, BC e RFB; (ii) reporte periódico das informações e manutenção dos registros citados atualizados; e (iii) recebimento, em nome do investidor, das citações e notificações em caso de crime contra o sistema financeiro e outras demandas judiciais.

Assim, a proposição a seguir visa eliminar tais responsabilidades oferecendo novos meios para que essas atividades sejam feitas de forma mais eficiente e centralizada com a entidade que efetivamente detém o primeiro grau bem como alternativas já praticadas.

## **b. Proposições**

### 2.1.2.2.1. Unificação de registros

Inicialmente, devemos avaliar a necessidade dos três diferentes registros. Esses registros, perante a CVM e o BC, são instrumentos para análise e controle estatístico do fluxo de capital estrangeiro no país. Fundamentalmente, ambos têm informações similares e certamente dois focos principais: (i) os dados cadastrais do investidor estrangeiro; e (ii) as informações da movimentação de seu portfólio.

Notamos que, tanto o representante legal quanto o intermediário local, são responsáveis pelo registro e manutenção das informações atualizadas de seus clientes. Além disso, o intermediário local fica incumbido de fornecer as informações para o representante legal manter os registros do INR atualizados perante os órgãos reguladores. Fica clara a ineficiência operacional em que o detentor das informações não é o responsável pela publicação, ou mesmo uma única função sendo exercida por duas entidades diferentes para o mesmo cliente.

Uma infraestrutura conectada, permitindo que o intermediário local realize um único registro, e este seja suficiente para alimentar a base de dados da CVM e satisfazer as necessidades estatísticas obtidas do RDE-Portfólio (Registro Declaratório Eletrônico – Portfólio), poderia trazer eficiência operacional no ingresso do INR.

Um cenário ótimo seria a realização de cadastro único aglutinando todas as informações necessárias para os três órgãos (i.e., CVM, BC e RFB), com a possibilidade de gerar os registros competentes em uma única página de forma simplificada e 100% digital, parece-nos ser otimização de execução tecnológica viável. Também existe a possibilidade de esse cadastro ser feito por uma entidade privada centralizadora, em parceria com os órgãos reguladores mencionados, ou até mesmo alimentado pelos próprios investidores estrangeiros, contando com controles para assegurar a fidedignidade das informações apresentadas pelo INR. Isso removeria parte do ônus de

cadastro dos intermediários locais e, ao mesmo tempo, traria maior confiança ao processo, uma vez que seria estabelecido e auditado pelas próprias instituições reguladoras.

#### 2.1.2.2.2. Informações periódicas

Como mencionado, a ineficiência informacional identificada entre o agente detentor das informações primárias e o agente responsável pela publicação e atualização perante os órgãos reguladores parece ser algo de simples resolução.

O representante legal e o broker, como positivado na ICVM 460 e na ICVM 505, respectivamente, são responsáveis pela prestação de informações periódicas, seja pela publicação nos meios estabelecidos pelos reguladores seja pelo simples armazenamento de acordo com os prazos estabelecidos e explorados no item 2.1.1.1.3.

Entretanto, com exceção das informações cadastrais obtidas diretamente com o INR ou seu representante internacional, os dados das transações realizadas pelos intermediários locais ou pelos intermediários internacionais estão concentrados nos brokers. Essa informação é repassada tanto para os custodiantes quanto para os representantes legais e fiscais para que possam desempenhar suas funções. Entende-se que esse ponto de convergência informacional pode ser explorado para criar maior eficiência operacional, isto é, uma vez que a maior carga operacional está concentrada nas constantes atualizações do portfólio do INR e essas informações são geradas pelo broker, ele deveria ser o responsável pela atualização, feita de forma centralizada nas demandas tanto da CVM quanto do BC.

#### 2.1.2.2.3. Outras responsabilidades

Como mencionado, um dos motivos para a excessiva regulamentação para entrada de investimento estrangeiro no país está na possibilidade de os não residentes cometerem crimes financeiros. Por conta disso, as autoridades fiscais e regulatórias brasileiras buscam no representante legal um caminho para acessar o investidor, sendo este o responsável pelo recebimento das citações em nome do investidor estrangeiro.

No levantamento de benchmarks internacionais, verificamos que os países não exigem representante residente para ser citado em caso de crime.

Obviamente, todas as jurisdições contam com regulações e utilizam procedimentos de KYC e AML (anti-money laundering), efetuados pelas instituições financeiras locais e/ou internacionais que já intermedeiam o investidor e os mercados locais, e que por meio desse processo de due diligence podem avaliar os antecedentes do investidor, saúde financeira, propósito de investimento no país, entre outros, objetivando a redução dos riscos de investidores com intenções criminosas.

Esse processo não exclui a hipótese de um crime ser cometido posteriormente, mas, caso não tenha havido nenhum tipo de negligência no processo de due diligence, as chances de problemas futuros diminuem e a necessidade de imputação de responsabilidades aos intermediários é evitada.

No Brasil, a forma convencional de citação de uma pessoa que reside em outro país é a carta rogatória, sendo este o instrumento jurídico internacional pelo qual um país requer o cumprimento de um ato judicial ao órgão jurisdicional de outro país.

Tratando da regulamentação processual, temos disposições sobre a Carta Rogatória no Código de Processo Civil, Código de Processo Penal e na Resolução do Supremo Tribunal de Justiça (STJ) 09, de maio de 2005:

Código de Processo Civil

Art. 36. O procedimento da carta rogatória perante o Superior Tribunal de Justiça é de jurisdição contenciosa e deve assegurar às partes as garantias do devido processo legal.

Código de Processo Penal

Art. 368. Estando o acusado no estrangeiro, em lugar sabido, será citado mediante carta rogatória, suspendendo-se o curso do prazo de prescrição até o seu cumprimento.

Art. 369. As citações que houverem de ser feitas em legações estrangeiras serão efetuadas mediante carta rogatória.

STJ Resolução Nº 9/2005

Art. 1º Ficam criadas as classes processuais de Homologação de Sentença Estrangeira e de Cartas Rogatórias no rol dos feitos submetidos ao Superior Tribunal de Justiça, as quais observarão o disposto nesta Resolução, em caráter excepcional, até que o Plenário da Corte aprove disposições regimentais próprias.

Art. 2º É atribuição do Presidente homologar sentenças estrangeiras e conceder executar a cartas rogatórias, ressalvado o disposto no artigo 9º desta Resolução.

Para que seja expedida uma carta rogatória, existe um longo processo judicial e a necessidade de envolvimento do STF (Supremo Tribunal Federal) a fim de que essa carta seja submetida ao governo de outro país, ou seja, trata-se de processo extremamente burocrático e custoso.

Atualmente, o BC não tem o poder de bloquear contas para coibir ilícitos, nem de obrigar as instituições a cumprirem as ordens de bloqueio ou desbloqueio. Essa competência é do poder judiciário, ou seja, decorre de decisão judicial, mas, se a proposta é tornar o cenário brasileiro mais favorável ao investidor estrangeiro, o foco deveria ser a facilidade e não a judicialização de demandas desse tipo.

### **c. Justificativas**

O principal motivo para esse movimento de centralização das funções, tanto dos papéis do custodiante (explorado no item 2.1.2.1) quanto do representante legal no broker, se dá pelo fato de esse agente ser o primeiro nível de controle gerencial estabelecido pela normativa nacional, assim como as normas dos demais agentes remetem ao broker a responsabilidade de fornecer as informações para que cumpram seus papéis. De toda forma, devemos aqui deixar claro que a proposta não é transferir as mesmas responsabilidades solidárias ao broker, pois isso manteria a onerosidade. Ele manteria basicamente as mesmas responsabilidades que já deteria em caso de investidor local, isto é, custodiar e prover informações.

Ao analisar a ICVM 505, que estabelece normas e diretrizes operacionais para o broker local, entende-se que o ambiente regulatório e as exigências da CVM perante essa entidade são de extrema diligência – desde a formalização de seus controles e corpo diretivo, até a possibilidade de auditoria de seus processos e disponibilidade de informações. Assim, tal ambiente constrói um agente com plenas capacidades para exercer as funções do representante legal.

Avaliando as possibilidades operacionais em busca de melhor fluidez dos processos, o broker local, mais do que o representante legal, pode servir como canal de comunicação direto para que brokers internacionais, ou mesmo os investidores, operem diretamente pelos sistemas eletrônicos de negociação de acesso direto ao mercado (i.e., direct market access – DMA), respeitados os requisitos previstos na subseção III da ICVM 505, o que torna o broker local a figura apropriada para a centralização das responsabilidades operacionais e o agente habilitado para abertura dos mercados financeiro e de capitais nacionais para o mundo.

### **d. Benchmark internacional**

Comparando as exigências regulatórias de representação das demais jurisdições com as exigências nacionais, não se observa a exigência de um terceiro representante específico, além do intermediário local, que opera em nome do INR. Ilustramos a seguir como os países suprem as funções do representante:

Resultado do benchmark						
Responsabilidade de registro perante órgão regulador						
Comentários	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Necessidade de registros em múltiplos órgãos reguladores						
Comentários	Sem registro	Sem registro	Sem registro	Sem registro	Sem registro	Sem registro
Necessidade de apresentação de informações periódicas para múltiplas entidade(s) regulatória(s)						
Comentários	Divulgação Centralizada	Divulgação Centralizada	Divulgação Centralizada	Divulgação Centralizada	Divulgação Centralizada	Divulgação Centralizada
Periodicidade de informação ao órgão regulador sobre contas de não residentes						
Comentários	Anual	Somente caso exceda os limites	Anual	Anual	Anual	Anual
Agente responsável por receber citações, notificações e processar crimes						
Comentários	Agente Chileno é responsável	Agencia interna + cooperação global	Cooperação global	Cooperação global, tratados e confisco de ativos	Cooperação global e garantias legais	Leis com efeito extra territorial + cooperação global

Como demonstrado, as três principais funções do representante legal são executadas por brokers ou outros meios desenvolvidos pelas jurisdições em tela.

**I. Registro em órgãos reguladores (não fiscais):** de maneira geral, com exceção do Chile, os países não exigem registro do investidor não residente – a preocupação das autoridades é a execução dos procedimentos de onboarding (e.g., KYC, AML etc.).

Exemplificando: nos EUA, a preocupação com os procedimentos de onboarding fica refletida na constituição do OFAC (Office of Foreign Assets Control), que é responsável por fiscalizar os procedimentos de AML e KYC a fim de aferir a correta implementação e sugerir a apresentação de documentos dos clientes e de seus

portfólios para garantir que as operações não estão sendo realizadas com Specially Designated Nationals and Blocked Persons (i.e., classificação atribuída a pessoas e entidades com envolvimento com crimes financeiros, terrorismo etc.).

**II. Mais que um registro:** na maioria dos países é possível observar a ausência de registro regulatório. Os países que exigem algum tipo de registro têm apenas um órgão que centraliza essa informação. Exemplificando:

**Chile:** registro único junto à entidade fiscal, denominado RUT (Rol Único Tributário), como prevê a Circular 31/14 ([http://www.sii.cl/normativa legislacion/circulares/2014/circu31.pdf](http://www.sii.cl/normativa_legislacion/circulares/2014/circu31.pdf)).

**EUA:** assim como no Chile, o único formulário de registro exigido nos EUA é o W8-BEN, cuja função é assegurar a correta aplicação do regime do investidor não residente, evitando retenções.

**III. Informações periódicas:** quando há a necessidade de alimentação de uma base de dados de algum órgão regulador, essa tarefa é feita de forma centralizada e por uma única entidade (i.e., broker). A seguir alguns exemplos:

**Chile:** Resolução 48/18 demanda dos intermediários locais a apresentação de informações sobre “Contas Financeiras Relacionadas a Pessoas com Residência Fiscal no Exterior”.

**México:** em 19 de novembro de 2012, foi assinado um acordo entre governos (Intergovernmental Agreement) com as autoridades norte-americanas para troca de informações das contas detidas por residentes norte-americanos no México. Contudo, o intuito da reciprocidade é mais voltado ao âmbito fiscal que ao regulatório.

**Hong Kong:** também tem um mecanismo de troca de informações automática junto às entidades que compõem o sistema financeiro. O AEOI (Automatic Exchange of Financial Account Information – [https://www.ird.gov.hk/eng/tax/dta\\_aeoi.htm](https://www.ird.gov.hk/eng/tax/dta_aeoi.htm)) visa suprir necessidades fiscais de troca de informação, a exemplo do CRS, mas também

alimenta estatísticas regulatórias, sendo seu relacionamento estabelecido entre as instituições financeiras e o governo, e as demandas estabelecidas anualmente.

**IV. Crime financeiro:** com exceção do Chile, nenhum outro país conta com agente individualmente responsabilizado pelos INRs. Na maioria dos casos os países contam com instrumentos legais que permitem que o país alcance o INR que cometeu algum crime financeiro em sua jurisdição, utilizando-se também da cooperação entre os países. Exemplo:

**Chile:** existe a figura do agente, que é responsável pelas operações em nome do INR, pelo processo de onboarding e pela operacionalização das transações. Sendo assim, fica o agente legalmente responsável pelos atos em nome do INR. As funções e particularidades do agente estão previstas na Resolução 36/10, emitida pela autoridade fazendária chilena.

**México:** possui agência local que estabelece relacionamento com as jurisdições para atribuir a responsabilidade ao infrator estrangeiro. A Unidad de Inteligencia Financiera é a entidade mexicana que, em comunhão com os tratados de cooperação internacionais, consegue acessar o INR.

**Luxemburgo:** além de estabelecer uma série de tratados para acessar o investidor estrangeiro que comete um crime financeiro (i.e., HCCH Convention on the Taking of Evidence Abroad in Civil and Commercial Matters 1970; OECD Convention on Combating Bribery of Foreign Public Officials in International Business Transactions 1997; UN Convention against Corruption 2003; e EC Convention on Mutual Assistance in Criminal Matters between the member states 2000), ainda conta com uma prática muito semelhante à penhora de ativos, já prevista no Brasil, utilizando-se do confisco para garantir o cumprimento das suas sanções pecuniárias tanto para os crimes quanto para as demandas fiscais.

**EUA:** o Securities Act e o Exchange Act permitem o exercício de jurisdição pessoal sobre réus residentes no exterior, na medida permitida pela cláusula The Due Process Clause da Fifth Amendment. A cláusula exige que um réu tenha “contatos mínimos” suficientes com o fórum onde o caso é iniciado e que o exercício da jurisdição do tribunal seja compatível com “noções tradicionais de fair play e justiça substancial”.

Os tribunais concentram-se em saber se a conduta e conexão do réu são tais que “ele deveria razoavelmente antecipar ser levado ao tribunal” naquele distrito. A SEC tem sido bem-sucedida em estabelecer jurisdição pessoal sobre réus residentes no exterior em processos contestados de informações privilegiadas. Veja SEC v. Unifund Sal, SEC v. Ero Sec. Fund, Coim, S.A, SEC v. Alexander para alguns exemplos. Consulte também: [https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia\\_crossborder.shtml](https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_crossborder.shtml).

**Reino Unido:** embora não existam regras legais específicas para processar investidores estrangeiros que cometem crimes financeiros, existem várias infrações que podem ser cometidas por um investidor estrangeiro que negocia no mercado do Reino Unido. Estes são cobertos por vários atos legislativos que se aplicam de forma equivalente aos investidores nacionais (por exemplo, Proceeds of Crime Act 2002, UK Bribery Act 2010; Criminal Financial Act 2017). As leis do Reino Unido podem ter efeito extraterritorial e podem ser aplicadas tanto a um cidadão estrangeiro que investe no Reino Unido como a um cidadão britânico residente ou que investe no estrangeiro. É possível que os órgãos de acusação relevantes intentem ações judiciais mesmo quando o indivíduo envolvido seja residente e a atividade criminosa tenha ocorrido no estrangeiro, desde que possam demonstrar que existe ligação suficiente com uma empresa com sede no Reino Unido. É importante notar que tem havido uma tendência recente de autoridades relevantes aumentando sua coordenação e cooperação com promotores em outros países para garantir que o crime financeiro seja perseguido globalmente.

Como exposto, há diversos motivos não somente internos e já positivados, mas também aspectos externos que podem ser utilizados para justificar a extinção da parcela legal de representação do INR no Brasil. A seguir, explora-se a reforma da segunda responsabilidade do representante, a responsabilidade tributária.

#### 2.1.2.3. Representação fiscal

##### a. Cenário atual

A atividade de representação fiscal e o ambiente tributário brasileiro, na seara de investimento transfronteiriço, são tidos como grande responsabilidade, portanto passível de altos

controles e custos pelas entidades e profissionais que os realizam. Da mesma forma, o respectivo custo e as incertezas nas interpretações legislativas (que em alguns casos são transferidas aos INRs por meio de cartas de fiança ou outras garantias exigidas pelos representantes) acaba por afastar o interesse do INR nos mercados financeiro e de capitais nacionais. É possível centralizar as características que oneram essa atividade e as principais preocupações do INR em quatro tópicos:

1. Responsabilidade tributária subsidiária do representante legal.
2. Registro fiscal obrigatório (i.e., CPF e CNPJ).
3. Insegurança jurídica quanto às definições de paraíso fiscal.
4. Regras de divulgação do beneficiário final.

Tendo em vista os tópicos anteriores e as boas práticas identificadas nas jurisdições analisadas, como também as preocupações ressaltadas pelos agentes locais responsáveis por tais atividades, foram elaboradas as propostas a seguir, que visam não somente tornar a atividade de representação fiscal, quando necessária, menos onerosa, mas também trazer mais segurança jurídica ao INR, tornando os mercados financeiro e de capitais brasileiros mais atraentes.

## **b. Propostas e justificativas**

### **2.1.2.3.1. Alternativas para diminuição do ônus da responsabilidade subsidiária**

Como mencionado, um aspecto que ressalta o ônus da representação fiscal é o fato de que o art. 79 da Lei 8.981 atribui ao representante a responsabilidade subsidiária em caso de descumprimento da normativa fiscal. Assim como não é razoável que esse agente seja responsável no âmbito penal, face aos argumentos e demais instrumentos de processo expostos no item 2.1.2.2.3 do presente trabalho, a não conformidade com os procedimentos fiscais deve utilizar-se dos mesmos meios para exigir o cumprimento da obrigação tributária pelo INR.

Vale ressaltar que, majoritariamente, créditos tributários incidentes sobre aplicações no mercado financeiro e de capitais são recolhidos na fonte emissora. Nesses casos, o representante fiscal não tem função. Assim, observam-se duas funções para ele: (i) Autorrecolhimento 1 – quando o INR é residente em paraíso fiscal que opera em bolsa e não usufrui do benefício fiscal dos demais

INRs; e (ii) Autorrecolhimento 2 ou responsável por retenção de terceiros – demais hipóteses (e.g., compra e venda de ativos de derivativos de balcão e demais operações em que o INR configure como responsável pela retenção de impostos em nome de terceiros).

No primeiro caso, a solução está em concordância com a proposta que será exposta no subitem “3. Aplicação do regime tributário especial para residentes em paraíso fiscal” desta seção, por isso não a abordaremos em mais detalhes neste tópico.

No segundo caso, mesmo os INRs residentes em países que não sejam considerados paraísos fiscais estão sujeitos ao autorrecolhimento de impostos, o que configura a maior responsabilidade do representante fiscal. Nesse caso, vislumbram-se duas propostas: a proibição da realização de operações com autorrecolhimento de tributos sem um representante fiscal e a centralização da responsabilidade fiscal no intermediário local, detalhadas abaixo.

I. Proibição da realização de operações com autorrecolhimento de tributos sem um representante fiscal

Nesse primeiro caso, ficariam restritas às operações em que o INR é obrigado a demonstrar e pagar o tributo em nome próprio ou de terceiros. Por exemplo, as operações realizadas em mercados de liquidação futura, fora do ambiente de bolsa, como prevê o § 4º, art. 100, da IN RFB 1.585. Em linhas gerais, as operações de alienação de títulos e valores mobiliários fora do mercado organizado em que o comprador também é um INR (i.e., ambiente de bolsa), haja vista que o INR atualmente já tem isenção fiscal em bolsa, estariam sujeitas à definição de representante fiscal que faça os devidos recolhimentos perante as autoridades fazendárias.

Contudo, ensejando possível diminuição dos custos, essa atividade poderia ser atribuída de forma mais livre. Atualmente, o art. 79 da Lei 8.981, de 20 de janeiro de 1995, em remissão ao § 1º, art. 2º, Anexo I, da Resolução 4.373, prevê que o representante fiscal “deve ser instituição financeira ou instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil”. Entende-se que mesmo o investidor local, independentemente do porte, não se utiliza das instituições financeiras para a realização de serviços tributários. Assim, impor essa responsabilidade de forma exclusiva para instituições financeiras pode tornar tal atividade excessivamente onerosa, ao passo que escritórios de assessoria contábil/fiscal poderiam exercer tais funções, como fazem para os

investidores locais. Em especial, se o objetivo for obter o registro junto às autoridades fiscais, um prestador de serviço poderia cumprir esse passo.

Seja qual for a instituição prestadora do serviço, o cerne dessa alternativa proposta é a proibição da realização das operações que exigem autorrecolhimento sem a presença de representante fiscal, o que atribui o caráter de faculdade de constituição de um representante fiscal e, conseqüentemente, diminuição no ônus do serviço prestado ao INR.

## II. Centralização da responsabilidade fiscal no intermediário local

Nessa segunda hipótese não há diminuição, mas sim a realocação da responsabilidade fiscal. Seguindo o movimento de simplificação da estrutura de investimento por não residentes, essa alternativa visa atribuir responsabilidade fiscal ao intermediário local que operacionaliza as ordens de compra/venda (broker), por dois motivos:

- (i) Previsão já expressa: ser o responsável pela transferência da custódia dos títulos, uma vez autorizado pelo cliente ou representante (i.e., conforme previsto no art. 35, inciso IX, da ICVM 505), faz do intermediário o primeiro agente a ter contato com a possível negociação do ativo fora do mercado organizado, tornando-o a linha de frente informacional e, portanto, a entidade mais apropriada a ser responsável pela retenção.
- (ii) Eficiência operacional: ser o primeiro nível operacional com plenas capacidades para movimentar a conta de investimento do INR.

Portanto, ao centralizar essa função no intermediário, atribuindo caráter de responsabilidade pelo recolhimento, obtém-se maior segurança de que os devidos recolhimentos serão realizados, por se tratar da instituição que centraliza não somente as demandas regulatórias, mas também as operacionais. Isto é, com acesso ao maior grau de granularidade quanto às transações realizadas por ordem do INR.

Vale ressaltar que essa alternativa adiciona um grau de complexidade à possibilidade de compensação de perdas de operações realizadas junto a outras intermediárias. No caso do INR

que se utiliza de mais de um intermediário local, é necessário ter controle que permita a troca de informação entre os diferentes brokers; caso contrário, o benefício fiscal seria perdido.

#### 2.1.2.3.2. Registro fiscal facultativo

Além do cumprimento de obrigações tributárias, o representante fiscal é incumbido de realizar o cadastro junto às autoridades fazendárias: o CPF (Cadastro da Pessoa Física) e o CNPJ (Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica) para indivíduos e entidades, respectivamente, que buscam investir no país. Como positivado no art. 3º, inciso II, alínea “c”, e art. 4º, inciso XV, alínea “a”, item 6:

[CPF] Art. 3º Estão obrigadas a inscrever-se no CPF as pessoas físicas:

II – residentes no Brasil ou no exterior que:

c) operarem no mercado financeiro ou de capitais no Brasil, inclusive em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhados;

[CNPJ] Art. 4º São também obrigados a se inscrever no CNPJ:

XV – entidades domiciliadas no exterior que, no País:

a) sejam titulares de direitos sobre:

6. aplicações no mercado financeiro ou de capitais;

Evidencia-se que o registro fiscal obrigatório só é de valia na necessidade de emissão de guia de recolhimento de tributos, ou mesmo para manutenção estatística das autoridades fazendárias. Essa necessidade não precisa ser imposta, mas sim facultada apenas na hipótese de o INR pretender realizar operações que exijam autorrecolhimento de tributos. Sendo o intermediário local responsável pelo registro e manutenção das informações do cadastro e portfólio do investidor junto a CVM e BC (i.e., conforme proposta), poderia também ser responsável pelo registro e conformidade com as regras fiscais.

Adicionalmente, é válida a menção de que o ônus operacional para o cadastro e a emissão do registro fiscal já é algo superado pelas autoridades fazendárias (i.e., RFB) e regulatórias (i.e., CVM). Atualmente, o processo tem facilidade tamanha que o INR pessoa física consegue obter seu CPF em menos de 24 horas. Contudo, quando se trata de investimento realizado por esquema coletivo, a necessidade de abertura de cadastro individualizado por investidor torna o processo custoso. Por isso, remover a obrigatoriedade de cadastro para todo e qualquer INR representaria ganho operacional e, conseqüentemente, diminuição no custo.

#### 2.1.2.3.3. Fim da diferenciação de regimes tributários para residentes em paraísos fiscais

Ao analisar os regimes tributários aplicados aos investidores não residentes, verifica-se disparidade quando tratamos dos estrangeiros residentes em paraísos fiscais e os demais. Certamente, um dos maiores benefícios para o investidor estrangeiro é estar sujeito ao regime especial previsto na seção II, capítulo III, da IN RFB 1.585 e na seção IV da Lei 8.981/95. A instrução concentra diversas isenções e alíquotas reduzidas para os INRs que não estejam domiciliados em paraísos fiscais.

No caso de o investidor não residente ser domiciliado em paraíso fiscal, além de obrigatoriamente estar submetido a todo o processo de registros e constituição de representantes, não goza dos benefícios aplicáveis aos demais investidores não residentes, o que torna o mercado de capitais brasileiro pouco atraente para esses investidores. Vale ressaltar que o simples fato de o instrumento de investimento coletivo ser originado em paraíso fiscal já é prerrogativa para aplicação do regime geral.

Sendo assim, a proposta consiste em incluir no escopo do regime especial os residentes em paraísos fiscais, alterando o art. 88 da IN RFB 1.585 em referência à Lei 8.981/95. A inclusão está em linha com o raciocínio progressivo utilizado para a criação do Ato Declaratório Interpretativo 05, de 20 de dezembro de 2019. No referido ato, a autoridade fazendária máxima pacifica o entendimento sobre quando se aplica o benefício tributário, e o texto expresso exprime a ideia de que o que define a origem do investimento é aquele que investe diretamente no país, do que podemos interpretar que, independe se o beneficiário final tem domicílio em jurisdição tida como paraíso fiscal. Observe o art. 1º do referido ato:

Art. 1º A origem do investimento, para fins de aplicação do regime especial de tributação previsto nos artigos 88 a 98 da Instrução Normativa nº. 1.585, de 31 de agosto de 2015, será determinada com base na jurisdição do investidor direto no País, exceto nos casos de dolo, fraude ou simulação.

Com essa evolução, a Receita Federal do Brasil demonstra caminhar mais próxima de um movimento de atração do investidor não residente seja qual for a origem. Nele a proposta de incluir o benefício mesmo para o investidor residente em paraíso fiscal que invista diretamente no país pode excluir a insegurança jurídica quanto a possíveis reclassificações e eliminação de países

da lista de paraísos fiscais, como foi o caso recente da Irlanda, adicionada à lista. Essa decisão de confirmar o benefício para INRs dessas jurisdições atestaria a inexistência de diferença fundamental entre o capital de residente no paraíso fiscal e não residente em paraíso fiscal.

Não faz sentido exigir de INR com domicílio em paraíso fiscal que crie veículo em outro país que não seja paraíso fiscal com substância econômica mínima para que não caia nos casos citados pela norma como “dolo, fraude ou simulação” somente para investir no Brasil com os benefícios do regime especial.

As medidas exploradas neste tópico constituem prováveis soluções para um dos problemas (i.e., insegurança sobre o conceito de paraíso fiscal e o regime fiscal especial do INR) relacionados à insegurança jurídica que o INR tem sobre a legislação fiscal brasileira, sua volatilidade e aplicação. A seguir, exploramos a proposta de solução para a insegurança jurídica em relação à aplicação das regras que definem o beneficiário final.

Além do mencionado, outro argumento que fortalece o tratamento fiscal único para investidores estrangeiros, domiciliados ou não em paraíso fiscal, está em como os demais países tratam os diferentes tipos de investidores. Exploram-se no presente documento as alíquotas aplicáveis aos INRs domiciliados ou não em paraísos fiscais (i.e., item 2.1.2.6). Apenas um país (México) apresentou tratamento diferenciado, denotando que os principais mercados não atribuem diferença de carga tributária aos investidores estrangeiros de paraísos fiscais.

#### 2.1.2.3.4. Adesão a sistemas de compartilhamento de informações internacionais

Muito embora a RFB tenha bem definidas as regras para apresentação e definição do que é considerado beneficiário final, ainda há muita discussão em relação à padronização do conceito e, principalmente, à dificuldade operacional em se obter as informações no nível de granularidade e atualização exigido pela autoridade fiscal, ou mesmo exigido pelos administradores que acabam tentando se proteger de solicitações futuras que possam surgir em procedimentos fiscalizatórios, como uma solicitação de informações demasiadamente detalhada.

Um exemplo claro resta no inciso V, § 3º, art. 8º, da IN RFB 1.863. O dispositivo prevê que os fundos de investimento locais identifiquem 100% dos seus investidores não residentes por

meio dos seus cadastros (i.e., pessoas físicas e jurídicas). Se tomarmos como exemplo a volatilidade dos cotistas de um fundo de investimento que pode chegar a ter milhares de cotistas aplicando e resgatando diariamente, entre eles residentes e não residentes, a dinâmica operacional torna-se extremamente onerosa. Como explana a ANBIMA em resposta à Consulta Pública 05/16 da Receita Federal<sup>4</sup>:

Neste ponto, resta dúvida de como será a obtenção e a atualização das informações sobre os beneficiários finais. Com o dinamismo do investimento e possibilidade de mudança diária da base de cotistas, haveria uma sobrecarga irracional imposta ao administrador para controlar, monitorar e reportar essas situações. Nos parece que se as companhias abertas estão dispensadas da obrigatoriedade de identificação do beneficiário final justamente em função desse dinamismo, porque os fundos não merecem o mesmo tratamento? Reconhecemos que há exceções à essa regra e podemos tratá-las, mas aplicar a regra geral para toda a indústria não nos parece ser factível e, não seria inclusive implementável sob o aspecto tecnológico sem grande impacto em toda a indústria de distribuição e administração de fundo, gerando um custo de observância desproporcional aos eventuais benefícios.

Vale ressaltar que muito se evoluiu quanto à necessidade de apresentação das informações sobre os beneficiários finais. Como exemplo, a excetuar os veículos de investimento coletivo estrangeiro que atendem aos requisitos do no inciso VII, § 3º, art. 8º, da IN RFB 1.863, assim como a própria definição de influência significativa foi objeto de especificação pelos incisos I e II, § 2º, art. 8º, da referida instrução. Ficou definido que a influência significativa se caracteriza quando o investidor possui mais de 25% da participação do investimento ou exerce influência significativa sobre as deliberações sociais.

Contudo, por mais que haja preceitos positivados, na prática, os administradores locais e contribuintes (i.e., INR) vêm sofrendo constantes autuações quanto ao nível de informações sobre o beneficiário final. Segundo levantamento realizado pelo Valor Econômico, os questionamentos levantados pela Receita Federal alcançam quantias assustadoras, R\$ 1,7 bilhão (i.e., matéria “Autuações da Receita sobre gestoras chegam a R\$ 1,7 bi”, de 28 de maio de 2019). Essa crescente de discussões cria insegurança jurídica para o INR, que acaba optando por não investir no país. Adicionalmente, é reservado à Receita Federal do Brasil solicitar documentações

---

<sup>4</sup> [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/institucional/comunicados-oficiais/oficios/resposta-a-consulta-publica-05-16-da-receita-federal-2CA08A9A632885AD01632EBB9FE07B7D.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/comunicados-oficiais/oficios/resposta-a-consulta-publica-05-16-da-receita-federal-2CA08A9A632885AD01632EBB9FE07B7D.htm)

adicionais aos representantes dos investidores estrangeiros, caso julgue necessário. Como previsto no inciso II, art. 19, da IN RFB 1.863/18:

Art. 19. A inscrição no CNPJ de entidade domiciliada no exterior exclusivamente para realizar aplicações no mercado financeiro ou de capitais decorre automaticamente do seu registro na CVM como investidor não residente no País, vedada a apresentação da solicitação de inscrição em unidade cadastradora do CNPJ.

II – em relação às entidades abaixo qualificadas que não possuem influência significativa em entidade nacional, apenas mediante solicitação, informar o beneficiário final e prestar as informações e apresentar os documentos de que trata o § 4º, na forma prevista no § 5º: § 4º O representante do investidor estrangeiro deverá:

I – prestar as informações necessárias para o registro do investidor não residente;

II – manter atualizadas as informações do investidor não residente;

III – apresentar à RFB, sempre que requisitados, os seguintes documentos:

a) contrato de constituição de representante; e

b) contrato de prestação de serviço de custódia de valores mobiliários celebrado entre o investidor não residente e a pessoa jurídica autorizada pela CVM a prestar tal serviço.

Nesse sentido, a proposta é eliminar a responsabilidade de apresentação das informações sobre os beneficiários finais pelos intermediários locais, na forma estabelecida no capítulo IV da IN RFB 1.863, uma vez que as duas principais funções de tal apresentação podem ser facilmente supridas por mecanismos e processos já existentes e positivados na regulamentação local. São as funções:

- (i) Facilitar a avaliação para prevenção a lavagem de dinheiro (i.e., Anti-Money Laundry), análise das informações cadastrais e sua veracidade (i.e., Know Your Client) e processos de prevenção a corrupção e suborno (i.e., Anti-Bribery and Corruption).
- (ii) Identificação de brasileiros investindo por estruturas off-shore.

Vale ressaltar que atualmente a identificação do beneficiário final também tem a função de identificar residentes em paraísos fiscais para aplicação do regime de tributação geral, assim como nas hipóteses de que o veículo de investimento direto possa não ter substância suficiente e vir a ser desconsiderado pelas autoridades fazendárias. Contudo, considerando a proposta de inclusão do INR domiciliado em país considerado paraíso fiscal (i.e., seção 2.1.2.3.3.) no Regime Especial, essa função fica suprimida.

Em relação aos procedimentos descritos no item (i), o fim da responsabilidade de identificação dos beneficiários finais pelo intermediário local não impede sua realização. Visto que permanece positivada na ICVM 505 e na ICVM 560, o intermediário local deve zelar pela integridade

das informações de seus clientes, e estes acabam assumindo o dever de apresentar os documentos necessários para sua identificação dentro dos critérios de compliance regulatório.

Todos os processos necessários para a realização do onboarding dos clientes devem ser realizados independentemente da necessidade de se apresentar as informações para as autoridades fazendárias. Adicionalmente, até mesmo quando o processo é realizado pelo intermediário estrangeiro, é responsabilidade do intermediário local garantir que os processos realizados são suficientes perante o regramento local e que o intermediário estrangeiro atende os pré-requisitos para qualificação conforme o inciso III, art. 9º, da ICVM 505.

Em se tratando da possibilidade de identificação de brasileiros investindo por estruturas estrangeiras que gozam das benesses do regime tributário especial, deve-se buscar outra forma de identificar e punir apenas a parcela do investimento que não poderia qualificar-se como investidor estrangeiro. Isto é, a utilização dos meios de troca de informação entre as autoridades fazendárias de que o Brasil já é signatário, como o CRS (Common Reporting Standards). Esse mecanismo, criado a pedido do G20 e aprovado pela OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), visa possibilitar a troca de informações entre as autoridades competentes de mais de 100 países. Com essas informações, a Receita Federal teria subsídio suficiente para pleitear as movimentações financeiras dos seus contribuintes locais ocorridas em outras jurisdições, eliminando as principais funções e a obrigação do intermediário local de apresentar informações sobre os beneficiários finais.

O objetivo maior dessa regra seria tributar apenas o residente fiscal brasileiro que se utilizou de canais exclusivos aos não residentes, mas não prejudicar todo o veículo de investimento, o que pode causar insegurança jurídica para os demais investidores que possam eventualmente estar investindo pelos mesmos veículos.

### **c. Benchmark internacional**

A fim de entender melhor como funciona o panorama mundial quanto às propostas supracitadas, elaborou-se uma breve planilha com as principais regras aplicáveis às demais jurisdições relativamente às proposições acima, detalhadas a seguir:

Resultados do benchmark						
Obrigatoriedade de constituição de representante fiscal para ingresso no mercado financeiro e de capitais						
Comentários	Agente	Representante Legal em casos específicos	N/A	N/A	N/A	N/A
Auto recolhimento de impostos em ressgates e alienações no mercado financeiro e de capitais						
Comentários	Recolhimento na fonte	Venda no mercado secundário comprador não residente	N/A, investidor residente não é tributado	Venda no mercado secundário comprador não residente	Ganho de capital em ações participação maior que 5%	Venda no mercado secundário comprador não residente
Necessidade de registro fiscal						
Comentários	100% Online	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Regime fiscal diferenciado para investidores domiciliados em países com tributação favorecida						
Comentários	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Adesão e utilização de sistema padronizado de compartilhamento de informações fiscais em âmbito internacional						
Comentários	FATCA / CRS	FATCA / CRS	FATCA / CRS	FATCA / CRS	FATCA / CRS	FATCA / CRS

O quadro deixa evidente o descompasso do ambiente fiscal/regulatório que o Brasil proporciona a seus investidores estrangeiros em comparação aos principais mercados.

### I. Obrigatoriedade do representante fiscal

Na primeira afirmação, vemos que nenhum dos mercados mais desenvolvidos impõe ao investidor estrangeiro a necessidade de representante fiscal para ingressar no mercado financeiro. Mesmo nos países onde existe a figura do representante legal, não é requerimento para todo e qualquer investidor, apenas para as situações que se enquadram na necessidade de elaboração de obrigação acessória e em caso de autorrecolhimento de impostos. Exemplificando:

**Chile:** tem a figura do agente, que é um serviço oferecido por entidades diversas (i.e., escritórios de contabilidade, por exemplo) e não concentrado em instituições financeiras como no Brasil. Esse agente pode ser utilizado nos casos em que o INR necessita de auxílio para o preenchimento das informações necessárias à obtenção do registro fiscal (i.e., Rol Único Tributário – RUT) ou mesmo para proceder com qualquer trâmite de registro ou recolhimento tributário – todos os processos

estão descritos na Resolução 36. Recentemente, as autoridades chilenas disponibilizaram para as pessoas físicas a possibilidade de realizar esse cadastro por um endereço eletrônico, tornando o processo mais célere e descomplicado.

**México:** também não há a obrigatoriedade de representante fiscal como regra geral. Contudo, em caso de alienação de investimentos, dos quais o comprador também é INR, os impostos aplicáveis ao eventual ganho de capital devem ser apurados e endereçados por um representante fiscal às autoridades locais em nome do INR originário.

## II. Autorrecolhimento

Ao observar a segunda afirmação, percebe-se que as autoridades locais, na maioria dos países, não visualizam obstáculo na inexistência do representante fiscal e no recolhimento dos impostos em caso de autorrecolhimento pelo INR, ao passo que algumas jurisdições só têm a dinâmica de retenção na fonte. É interessante observar que os países com menos entraves burocráticos como representação, obrigações acessórias, registros, também são os menos onerosos do ponto de vista fiscal para o INR.

## III. Registro fiscal

É quase unânime entre os países pesquisados a ausência de imposição de registro fiscal para o INR. Mais uma vez, essa necessidade de registro fica suprimida pelo fato de as jurisdições pouco tributarem os investidores estrangeiros. Isso se dá pelo entendimento de que o capital estrangeiro no país é capaz de gerar mais riqueza e desenvolvimento, proporcionando inclusive novas fontes de renda. No entanto, o único país (Chile) que exige tal registro já o faz de forma extremamente simplificada por meio de um cadastro online, para INRs pessoas físicas. Isso torna o ingresso do investidor de varejo mais ágil e compatível com o apetite financeiro da categoria de INR. Exemplificando:

**Chile:** existem dois tipos de procedimentos para adquirir um número de identificação fiscal chileno (RUT), dependendo do tipo de atividade:

- a. Regra geral (i.e., Resolução 31/14 Cadastro Fiscal Chileno): o não residente deve atuar por meio de administrador, representante ou agente domiciliado no Chile, que deve

preencher o formulário 4415.1 (referente ao CNPJ chileno para pessoas físicas / jurídicas estrangeiras), ao IRS (Internal Revenue Service) chileno.

Esse representante deve comprovar que tem o direito de atuar no país em nome do futuro contribuinte estrangeiro no trato com a Receita Federal Chilena (IRS chileno).

Para enviar o Formulário 4415.1, a Receita Federal Chilena recentemente habilitou seu site, a fim de obter o equivalente ao nosso CNPJ de forma online para estrangeiros. No caso de entidades estrangeiras, o formulário deve ser enviado por e-mail com todas as informações necessárias.

Observe que, neste caso, o CNPJ chileno é concedido pela Receita Federal chilena.

- b. Mecanismo simplificado (i.e., Resolução 36 de 2010 Receita Federal Chilena): para investidores estrangeiros cujas receitas chilenas venham a ser geradas apenas pela posse ou detenção de capital móvel ou investimento (e não de qualquer outra atividade). Nesses casos, os contribuintes deverão operar no país por meio de um agente (por exemplo, bancos chilenos, corretoras de valores, corretoras de valores etc.), que também será responsável pelo cumprimento de todas as obrigações tributárias da pessoa física ou jurídica estrangeira, entre outras obrigações.

O nome “simplificado” seria referência à possibilidade de delegar as obrigações ao agente, mas em contrapartida há o maior custo desse serviço e, portanto, acaba sendo uma opção apenas para os maiores investidores.

Nesse mecanismo, caberia ao agente fornecer o número do CNPJ e manter o registro de todas as informações referentes ao investidor estrangeiro.

Adicionalmente, os não residentes que obtiverem o seu número de identificação fiscal por meio desse procedimento ficarão dispensados de informar o início do seu negócio, manter a prestação de contas e preencher a Declaração de Imposto de Renda anual.

Observe que não é obrigatório que investidores estrangeiros operem por meio desse mecanismo e sempre poderão adquirir seu CNPJ chileno pela regra geral. Além disso,

qualquer investidor estrangeiro pode operar por meio desse procedimento, independentemente do valor dos investimentos, desde que nenhuma limitação seja prescrita. No entanto, é frequentemente utilizado por contribuintes estrangeiros que vão investir grandes quantias no Chile, considerando que mais custos estão envolvidos nas transações quando operam por meio de um agente.

**EUA:** vale ressaltar a necessidade de registro nos EUA para que o investidor estrangeiro possa usufruir de alíquotas reduzidas e isenções – o registro é realizado por meio do preenchimento do formulário W-8 BEN (<https://www.irs.gov/forms-pubs/about-form-w-8-ben>). Ele imposto ao INR, mas não equivale a cadastro fiscal. O W8 nada mais é que um formulário que o próprio INR preenche e encaminha a autoridade fiscal norte-americana, isto é, um instrumento de autodeclaração.

#### **IV. Regime tributário isonômico**

Aqui temos o ponto central em relação ao ônus tributário do INR que nos remete também a uma possibilidade de simplificação operacional e maior atratividade dos mercados financeiro e de capitais brasileiros. A definição de regime tributário diferente entre investidores estrangeiros domiciliados em países com tributação favorecida e os demais investidores estrangeiros não só parece conflitar com o princípio tributário constitucional da isonomia, como é também exclusividade brasileira. Nenhum dos países entrevistados apresenta tratamento diferenciado, seja no processo de onboarding, seja por meio de carga tributária excessiva para os investidores domiciliados em paraísos fiscais.

A não inclusão desses investidores no regime especial atribuído aos demais investidores tanto coloca em questão o princípio da isonomia, quanto pode espantar investidores do mundo inteiro que se utilizam de canais e estruturas de investimento coletivo oriundos dessas jurisdições para investirem no Brasil. Para mais detalhes vide item 2.1.2.6 com tabela comparativa entre o tratamento tributários para os INRs domiciliados ou não em paraísos fiscais, nos diferentes países estudados.

#### **V. Sistemas padronizados de troca de informações**

Por fim, também é unânime entre os países que a utilização dos sistemas de troca de informações é o meio a se usar para suprir as necessidades de investigação sobre os INRs. Tanto para capturar os investidores residentes fiscais no país que eventualmente possam estar investindo por um canal estrangeiro e gozando de benefícios tributários exclusivos a essa classe de investidor, como para complementar os procedimentos de risco, qualidade e integridade das informações do INR que ingressa nos mercados financeiro e de capitais locais.

#### 2.1.2.4. Intermediação financeira internacional

A utilização de intermediário financeiro internacional já é algo positivado na ICVM 505 em seu art. 16. Dessa forma, o ambiente regulatório brasileiro permite que os agentes internacionais atuem localmente, admitindo que investidores estrangeiros que se familiarizem com os processos de seus intermediários locais acessem os ativos brasileiros de forma mais fácil e confortável.

Também reforça a ideia da utilização do introducing broker, que se aproxima dos investidores estrangeiros para trazer ao mercado nacional. Certamente esse link seria realizado de maneira mais fluida se o cliente (i.e., INR), independentemente do porte, realizasse as transações no ambiente do intermediário de seu próprio país. De toda forma, essa possibilidade deve ser alternativa e não imposição.

Nesse sentido, e amparando-se nas disposições já presentes na instrução supracitada, recomenda-se o reforço da utilização dos serviços e informações dos intermediários estrangeiros, pois têm expertise para os procedimentos de onboarding dos investidores de seus países. Desta forma, os procedimentos de KYC e AML teriam amparo de entidades que já estão habituadas à conferência dos documentos. Além de toda a validação da documentação para suporte ao cadastro, poderá ser terceirizada aos intermediários estrangeiros, trazendo mais segurança para os intermediários locais, especialmente em esquemas de investimento coletivo (e.g., omnibus account, fundos de investimento em geral etc.).

#### 2.1.2.5. Fim do câmbio simbólico

##### **a. Cenário atual**

O investidor estrangeiro que deseja realizar transação que prevê a simples alteração do seu portfólio é solicitado a fazer operação de câmbio que não envolve a troca de moeda tampouco fluxo financeiro propriamente dito. O fundamento dessa operação é a alimentação das bases estatísticas do BC, conhecida como câmbio simultâneo ou simbólico.

Atualmente regulamentada pela Resolução do BC 3.691/13, alterada e com redação dada pela Resolução 3.845/17, as operações simultâneas de câmbio são aquelas que apresentam movimentações de compra e venda de mesmo valor, moeda, data de contratação e liquidação, e a transferência da moeda estrangeira a ser identificada de maneira simbólica, como também as transferências internacionais em moeda nacional cujas entradas e saídas apresentem mesmo valor e data, depositadas em conta de titular não residente, conforme disposto:

(Redação do parágrafo dada pela Circular DC/BACEN nº 3845 DE 13/09/2017):

§ 2º Consideram-se operações simultâneas:

I – as operações de câmbio constituídas por uma operação de venda e uma operação de compra de mesmo valor, moeda, data de contratação e data de liquidação, sendo que ambas possuem liquidação pronta e forma de entrega da moeda estrangeira classificada como “simbólica”;

II – as operações de transferências internacionais em reais constituídas por um débito e um crédito de mesmo valor e mesma data em conta de depósito titulada por residente ou domiciliado no exterior.

Para fins do registro das disposições sobre o capital estrangeiro no país, independentemente da prévia autorização do BC, e conforme a Resolução 3.689/13, alterada pela Resolução 3.752/15, que passou a vigorar acrescida do art. 22 A, estão sujeitas a estas operações simultâneas de câmbio ou de transferências internacionais em reais as seguintes transações:

Art. 22-A. (...)

I – a conversão de haveres no País de não residentes no Brasil em capital estrangeiro registrável no Banco Central do Brasil de que trata este título;

II – a transferência entre modalidades de capital estrangeiro registrado no Banco Central do Brasil, inclusive investimentos nos mercados financeiros e de capitais de que tratam os Regulamentos Anexos I e II da Resolução nº 4.373, de 2014; e

III – a renovação, a repactuação e a assunção de obrigação de operação de empréstimo externo, sujeito a registro no Banco Central do Brasil, contratado de forma direta ou mediante emissão de títulos no mercado internacional.

§ 1º Excetua-se do disposto no inciso II a transferência de aplicação de investidor não residente no Brasil nos mercados financeiro e de capitais no País, nos termos do Regulamento Anexo I da Resolução nº 4.373, de 2014, para aplicação de investidor não residente por meio do mecanismo de DR, nos termos do Regulamento Anexo II da Resolução nº 4.373, de 2014.

§ 2º No caso de assunção a que se refere o inciso III, às operações simultâneas de câmbio ou de transferências internacionais em reais deverão ser realizadas pelo cessionário da obrigação. (NR).

Tomando-se por base a mesma legislação e suas alterações, verificamos que as movimentações referentes ao capital estrangeiro, inclusive nos mercados financeiros e de capital no país, sujeitam-se, ainda, a registro no módulo Portfólio-RDE, conforme a seguir:

Art. 3º O Título II da Circular nº 3.689, de 2013, passa a vigorar acrescido do Capítulo V, com a seguinte redação:

CAPÍTULO V

INVESTIMENTO ESTRANGEIRO NOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS

Art. 108-A. Este capítulo dispõe sobre o registro das aplicações, em moeda nacional ou estrangeira, nos mercados financeiro e de capitais no País, inclusive por meio do mecanismo de DR, conforme previsto nas respectivas seções, com base na Resolução nº 4.373, de 2014. (...)

Art. 108-S. Sujeitam-se a registro no módulo Portfólio do RDE, os recursos externos ingressados com base nesta seção, as aplicações, os resgates, os rendimentos, os ganhos de capital, as transferências e outras movimentações decorrentes dos investimentos de que trata esta seção, ficando vinculado à empresa emissora, à quantidade e ao ativo objeto do programa de DR.

## **b. Proposta e justificativa**

Considerando que as informações referentes às movimentações prestadas por meio do registro no módulo RDE-Portfólio, são suficientes para alimentar as estatísticas do BC, as operações simultâneas de câmbio são dispensáveis, pois geram burocracia e necessidade de retrabalho.

Assim, a proposta se dá pela eliminação do câmbio simbólico e utilização dos dados apurados pela RDE-Portfólio, especificamente na seção Declaração de Movimentação, para alimentação das bases estatísticas de todas as autoridades fiscais e regulatórias. O RDE-portfólio também poderia ser utilizado como fonte central de informações para todos os órgãos reguladores interessados, trazendo o conceito de unificação dos registros como explorado na seção 2.1.2.2.1.

A centralização dos registros no RDE-Portfólio sob responsabilidade do intermediário local (i.e., como fonte primária da informação do portfólio do INR), não traz prejuízo às estatísticas do BC, sendo possível, por meio da aba Declaração de Movimentação do RDE-Portfólio, inserir as informações sobre as alterações das posições de investimento do INR, como explora o tópico 4.3.3.

do Manual RDE-Portfólio disponibilizado pelo BC  
([https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/rde/manuais\\_RDE/Manual%20RDE-Portfolio.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/rde/manuais_RDE/Manual%20RDE-Portfolio.pdf)).

Caberia aqui definir a periodicidade de atualização dessas informações, a qual, se possível, poderia ser em prazo mais longo, novamente reduzindo os custos de cumprimento.

### c. Benchmark internacional

Não foi possível identificar em nenhuma das jurisdições avaliadas operação semelhante, tampouco necessidade de divulgação dessas informações por parte do INR ou de representante em seu nome, salvo o broker. Os estudos apontaram que em primeira instância algumas jurisdições aplicam critérios para definir quais informações devem ser reportadas para as autoridades competentes, um dos critérios sendo a relevância dos montantes observados. Veja o quadro abaixo:

Resultados do benchmark						
Necessidade de operação de câmbio para alteração de portfólio ou propósito de investimento.						
Comentários	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Necessidade de apresentação de informações para autoridade regulatória/fiscal						
Comentários	<i>Broker</i> Responsável: Aplicações > USD 10k	<i>Broker</i> Responsável	<i>Broker /</i> <i>Emissores</i> Responsável	Emissor Responsável	N/A	<i>Brokers</i> Responsáveis procedimento de troca de informação automático

Como demonstrado, não foi possível localizar transação semelhante ao câmbio simbólico nos países avaliados. Já em relação à necessidade de reportar informações para as autoridades regulatórias/fiscais, é quase unânime a obrigatoriedade. Contudo, nenhum país obriga o INR ou algum representante realizar a atividade. Na maioria dos países as instituições intermediárias, ou até mesmo os emissores dos ativos financeiros, são responsáveis pelo registro do investidor estrangeiro.

**Chile:** apenas as transações superiores a 10 mil dólares devem ser registradas junto ao Banco Central Chileno, conforme previsto no capítulo XIV do Compendio de Normas de Cambios Internacionales, sendo que a responsabilidade de apresentação de tal informação é delegada aos intermediários locais.

**Reino Unido:** há processo de obtenção de informações de forma automática que corrobora não só com as estatísticas internas, mas também com as necessidades dos programas de compartilhamento de informação internacional (i.e., FATCA, CRS, Crown Dependencies and Overseas Territories), sendo a responsabilidade pelas informações e por estabelecer a conexão com tais sistemas delegada às instituições financeiras que intermedeiam as operações, como no Chile.

**Luxemburgo:** para suprir os propósitos estatísticos, as autoridades impõem obrigação aos emissores de títulos e valores mobiliários e também aos intermediários autorizados e listados na Lux Exchange (<https://www.bourse.lu/trading-members>).

#### 2.1.2.6. Carga tributária

Nesta seção se busca expor a carga tributária exigida pelos demais países em relação a seus INRs, além de se obter um panorama de como se dá o tratamento fiscal do INR, seja ele domiciliado ou não em um paraíso fiscal. Acompanhe o quadro comparativo com as alíquotas aplicáveis às receitas obtidas pelos diferentes instrumentos financeiros:

Receitas c/ Instrumentos Financeiros	Chile		México	
	INR	Paraíso Fiscal	INR	Paraíso Fiscal
Ganho de Capital - Depositary Receipts	0	0	0;25	0;25
Ganho de Capital - Dívida Privada	0;24;35	0;24;35	0;4,9;10;21	0;4,9;10;35
Ganho de Capital - Opções Renda Fixa	0;35	0;35	0;4,9;10;25;35	0;4,9;10;25;35
Ganho de Capital - Termo Renda Fixa	0	0	0;4,9;10;21;35	0;4,9;10;21;35;40
Ganho de Capital - SWAPS	0	0	0;4,9;10;25;35	0;4,9;10;25;35
Ganho de Capital - Opções de Ações	0;35	0;35	0;10;25;35	0;4,9;10;25;35
Ganho de Capital - Termo Ações	0	0	0;10;25;35	0;10;25;35;40
Ganho de Capital - Futuros	0;35	0;35	0;4,9;10;25;35	0;4,9;10;25;35
Ganho de Capital - Títulos Públicos	0;24;35	0;24;35	0	0
Ganho de Capital - Ações Listadas	0;24;35	0;24;35	0;10;25;35	0;10;25;35;40
Ganho de Capital - Ações Não Listadas	24;35	24;35	25;35	25;35;40
Dividendos	35	35	10	10
Operações de Câmbio	0;35	0;35	0	0
Juros	4;35	4;35	0;4,9;10;21;35	0;4,9;10;21;35;40
Contratos de Recompra	0	0	0;4,9;10;21;35	0;4,9;10;21;35

Receitas c/ Instrumentos Financeiros	 Hong Kong		 Luxemburgo	
	INR	Paraíso Fiscal	INR	Paraíso Fiscal
	Ganho de Capital - Depositary Receipts	0	0	0
Ganho de Capital - Dívida Privada	0	0	0	0
Ganho de Capital - Opções Renda Fixa	0	0	0	0
Ganho de Capital - Termo Renda Fixa	0	0	0	0
Ganho de Capital - SWAPS	0	0	0	0
Ganho de Capital - Opções de Ações	0	0	0	0
Ganho de Capital - Termo Ações	0	0	0,18,19	0,18,19
Ganho de Capital - Futuros	0	0	0	0
Ganho de Capital - Títulos Públicos	0	0	0	0
Ganho de Capital - Ações Listadas	0	0	0,18,19	0,18,19
Ganho de Capital - Ações Não Listadas	0	0	0,18,19	0,18,19
Dividendos	0	0	15	15
Operações de Câmbio	0	0	0	0
Juros	0	0	0,15	0,15
Contratos de Recompra	0	0	0,18,19	0,18,19

Receitas c/ Instrumentos Financeiros	 Reino Unido		 EUA	
	INR	Paraíso Fiscal	INR	Paraíso Fiscal
	Ganho de Capital - Depositary Receipts	0	0	0
Ganho de Capital - Dívida Privada	0	0	0	0
Ganho de Capital - Opções Renda Fixa	0	0	0	0
Ganho de Capital - Termo Renda Fixa	0	0	0	0
Ganho de Capital - SWAPS	0	0	0	0
Ganho de Capital - Opções de Ações	0	0	0	0
Ganho de Capital - Termo Ações	0	0	0	0
Ganho de Capital - Futuros	0	0	0	0
Ganho de Capital - Títulos Públicos	0	0	0	0
Ganho de Capital - Ações Listadas	0	0	0	0
Ganho de Capital - Ações Não Listadas	0	0	0	0
Dividendos	0	0	30	30
Operações de Câmbio	0	0	0	0
Juros	0,20	0,20	30	30
Contratos de Recompra	0	0	30	30

Como é possível observar, com exceção do México, todos os demais países atribuem o mesmo tratamento fiscal aos investidores, seja ele de origem ou não de um país considerado paraíso fiscal, o que corrobora o argumento de que tratamento diferenciado aos países com tributação favorecida é algo que torna o mercado financeiro e de capitais brasileiro menos atraente para os investidores estrangeiros.

Adicionalmente, vale ressaltar que, com exceção dos mercados menos desenvolvidos (i.e., México e Chile), os demais países nem ao menos oferecem os rendimentos dos INRs oriundos de vários investimentos no mercado local à tributação. A reflexão é que o capital estrangeiro

financia o desenvolvimento do país gerando inúmeros benefícios, incrementando indiretamente, até mesmo, a arrecadação tributária, independentemente de sua origem, desde que obviamente lícita. O que demonstra uma oportunidade para rever a necessidade de atribuir esse ônus fiscal aos investidores estrangeiros.

A seguir são exploradas as oportunidades e propostas de melhoria para o caminho reverso, isto é, a internacionalização do portfólio nacional.

## **2.2. Investimento no mercado financeiro e de capitais internacional**

### 2.2.1. Regulamentação no Brasil do intermediário financeiro internacional (i.e., introducing broker)

O modelo de introducing broker, no seu conceito global, prevê que um intermediário não residente de determinada jurisdição possa acessar a base de investidores de outra jurisdição. Referido acesso pode ser direto ou indireto, por meio da contratação de intermediário local.

No Brasil, o art. 16 da Lei 6.385/76 prevê que a distribuição, compra e venda, mediação ou corretagem e compensações ou liquidações dependem de autorização prévia da CVM:

Art. 16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades:

I – distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I);

II – compra de valores mobiliários para revendê-los por conta própria (Art. 15, II);

III – mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários; e (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)

IV – compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)

Parágrafo único. Só os agentes autônomos e as sociedades com registro na Comissão poderão exercer a atividade de mediação ou corretagem de valores mobiliários fora da bolsa.

A CVM emitiu o Parecer de Orientação CVM 33/05, esclarecendo que intermediários não residentes que pretendam prospectar investidores residentes no Brasil e ofertar valores mobiliários emitidos no exterior devem:

(a) registrar-se perante a Comissão de Valores Mobiliários como integrante do sistema de distribuição brasileiro, ou

(b) contratar uma instituição integrante do sistema de distribuição brasileiro para conduzir a intermediação no Brasil

Adicionalmente, os intermediários deverão observar se o emissor do valor mobiliário ofertado ou a oferta estão sujeitos a registro perante a CVM, conforme disposto no próprio parecer.

Pelo exposto, entendemos que a oferta dos serviços de intermediação no exterior, por meio da contratação de instituição devidamente autorizada no Brasil, é possível. No entanto, carente de orientação ou normatização específica.

A formalização do introducing broker no Brasil mostra-se cada vez mais urgente, uma vez que o investidor brasileiro está interessado em novas opções de investimento e disposto a assumir novas classes de ativos, expor-se a diferentes economias ou mesmo se proteger de seus riscos por meio da diversificação internacional. No modelo que vem sendo discutido pela CVM, não há previsão de que esse broker internacional tenha acesso direto ao mercado, mas que atue por intermédio de uma figura local.

Para garantir a segurança do investidor, identificamos algumas boas práticas já seguidas pelo mercado:

- a. Encaminhamento do investidor: realizado após devido entendimento de expectativas e objetivos individuais; indicação restrita a investidores com perfil de risco adequado; avaliação da manifestação de interesse pelo investimento pelo próprio investidor, sempre que houver.
- b. Prestação de informações, pelo intermediário local, ao investidor: clareza com relação aos riscos inerentes ao investimento no exterior e proteções disponíveis ao investidor na jurisdição estrangeira; transparência com relação ao fluxo com o intermediário no exterior. Conversas específicas sobre os serviços e produtos são conduzidas diretamente por um responsável da subsidiária no exterior.
- c. Troca de informações entre o intermediário local e o intermediário no exterior: não são realizadas trocas de informações entre os intermediários, seja para tomada de decisões de investimento, seja para fins de suitability. Tais análises são executadas de maneira independente e com base em metodologias próprias, sempre em observância aos requisitos regulatórios das respectivas jurisdições.

- d. Profissionais envolvidos no processo de condução do investidor local: em geral são solicitados requisitos como proficiência em inglês e obtenção de determinadas certificações.

Adicionalmente, o intermediário local deve:

- a. Verificar a regularidade do intermediário não residente perante sua jurisdição.
- b. Manter o cadastro dos investidores indicados, no momento da indicação e enquanto eles permanecerem como clientes do intermediário brasileiro.

Portanto, há necessidade de detalhamento normativo acerca do processo de intermediação e requisitos que devem ser observados pelo intermediador, para que o investidor, que já procura opções no mercado externo, opere com mais segurança e respaldo.

#### **a. Benchmark**

De acordo com o benchmark internacional, os principais mercados de capitais regulam a figura do introducing broker e exigem registro perante os órgãos reguladores. Dos mercados emergentes objeto de pesquisa, apenas o Chile não regula tal figura. O México regula e não exige registro local.

Notamos que, além de exigir o registro, Luxemburgo impõe que o intermediário tenha filial estabelecida no país. Já os Estados Unidos preveem exceções de registro a depender do tipo de investidor e do serviço prestado.

A seguir, trazemos trechos da legislação ou posicionamento dos órgãos reguladores que julgamos ser os mais pertinentes no âmbito deste trabalho, em tradução livre:

#### **Estados Unidos**

Nos Estados Unidos, a norma “Rule 15a-6 – Securities Exchange Act of 1934” prevê a atuação do intermediador estrangeiro. Conforme seção de perguntas e respostas da SEC<sup>5</sup>,

A regra 15a-6 sobre o *Securities Exchange Act de 1934* fornece isenções condicionais de registro de corretor-distribuidor para corretores-corretores estrangeiros que se envolvem em certas atividades específicas com investidores dos EUA. Essas atividades incluem:

1. Efetuar transações de títulos mediante abordagem do investidor (e não do intermediário);
  2. Fornecer relatórios de pesquisa para os principais investidores institucionais dos EUA e realizar transações nos títulos em questão com ou para esses investidores por meio de uma modalidade específica de broker, definida pela legislação;
  3. Oferecer e efetuar transações com ou para investidores institucionais dos EUA ou grandes investidores institucionais dos EUA por meio de uma modalidade específica de broker, definida pela legislação; e
  4. Oferecer e efetuar transações com ou para corretores-negociantes registrados, bancos atuando em uma capacidade de corretor ou negociante, certas organizações internacionais, pessoas estrangeiras temporariamente presentes nos EUA, cidadãos americanos residentes no exterior e filiais e agências estrangeiras de pessoas americanas.
- Ao adotar a Regra 15a-6, a SEC buscou “facilitar o acesso aos mercados estrangeiros por investidores institucionais dos EUA por meio de corretoras estrangeiras e da pesquisa que elas fornecem, consistente com a manutenção das salvaguardas proporcionadas pelo registro de corretoras” e “prover orientação clara para corretores-negociantes estrangeiros que buscam operar em conformidade com os requisitos de registro de corretores-negociantes dos Estados Unidos”.

## Hong Kong

A legislação de Hong Kong, Regras de Títulos e Futuros – Cap. 571 sub. leg. N<sup>6</sup>, prevê classificações de introducing brokers de acordo com o valor mínimo de capital líquido, estipulando faixas por valor, e também de acordo com as atividades desempenhadas, que variam de intermediador, corretor, negociante não compensador de títulos futuros, dentre outros. Tais classificações vão do Type 1 ao Type 10.

---

<sup>5</sup><https://www.sec.gov/divisions/marketreg/faq-15a-6-foreign-bd.htm#:~:text=Background,specified%20activities%20involving%20U.S.%20investors>. Acesso em: 6 out. 2020.

<sup>6</sup> [https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap571N?xid=ID\\_1438403476377\\_004](https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap571N?xid=ID_1438403476377_004). Acesso em: 6 out. 2020.

As exigências e autorizações do órgão regulador local vão de acordo com o Tipo no qual o introducing broker se classifica.

Para exemplificar, reproduzimos os trechos:

A Comissão pode, mediante solicitação por escrito e pagamento da taxa prescrita nas Regras de Títulos e Futuros (Taxas) (Cap. 571 sub. leg. AF), aprovar uma corporação licenciada para os propósitos dessas Regras como um agente de introdução em que a empresa licenciada garante à comissão que:

- quando:
  - (i) é licenciado somente para a atividade regulada Tipo 1, não conduz outros negócios além de:
    - (A) comunicar ofertas para efetivar negociações em valores mobiliários a um participante de bolsa de valores de uma empresa de bolsa de valores reconhecida ou de uma bolsa específica, em nome das pessoas de quem essas ofertas são recebidas; e
    - (B) apresentar pessoas a um participante de intercâmbio de uma empresa de intercâmbio reconhecida ou de um intercâmbio específico, a fim de que eles possam:
      - (I) efetivar negociações em títulos; ou
      - (II) fazer ofertas para negociar em títulos;
  - (ii) é licenciado exclusivamente para a atividade regulamentada Tipo 2, não conduzindo nenhum outro negócio além de:
    - (A) comunicar ofertas para efetuar negociações em contratos de futuros ou contratos de opções não listados a um participante de bolsa de uma empresa listada reconhecida ou de uma troca especificada, em nome das pessoas de quem essas ofertas são recebidas; e
    - (B) apresentar pessoas a um participante de troca de uma empresa de troca reconhecida ou uma troca especificada, a fim de que eles possam:
      - (I) efetuar negociações em contratos de futuros ou contratos de opções não listados; ou
      - (II) fazer ofertas para negociar em contratos de futuros ou contratos de opções não cotadas;

O benchmark corrobora, portanto, a relevância e urgência da regulação do introducing broker e apresenta algumas alternativas que o regulador local pode considerar ao decidir pelo formato operacional para tal regulação.

### 2.2.2. Fundos de investimento

A normatização dos fundos de investimentos e dos gestores passou por significativa e importante revisão em 2014/15, quando a ICVM 409/04, pilar da regulamentação do setor, foi

substituída pela Instrução 555/14. Por sua vez, a Instrução 306/99, que tratava da atividade dos administradores e gestores dos fundos de investimento, foi substituída pela Instrução 558/15. A mudança no arcabouço regulatório do segmento é uma resposta ao rápido desenvolvimento do mercado de fundos de investimentos no Brasil.

Isso sempre foi demanda do próprio investidor, como explanado pela CVM na Audiência Pública 04/14, na qual disse ter recebido “de participantes de mercado, diversas sugestões no sentido de flexibilizar esses limites, dada a evolução da indústria de fundos de investimento, a crescente sofisticação dos gestores e das estratégias por eles empregadas, o maior conhecimento e melhor entendimento dos investidores acerca desses produtos, a maior transparência e melhores procedimentos de gestão de liquidez exigidos pela própria CVM [...] e também a ampliação da integração do mercado brasileiro com os mercados internacionais”.

Como é de conhecimento, aplicar recursos em ativos no exterior amplia o espectro de diversificação, sendo benéfico para a gestão dos portfólios por meio da dispersão de riscos sistemáticos, principalmente considerando o cenário vivenciado de baixas taxas de juros.

#### 2.2.2.1. Ampliação dos limites de investimento estrangeiro dos fundos de investimento 555

Assim, em 1 de outubro de 2015, entrou em vigor a ICVM 555, que elevou os limites de concentração para aplicação em ativos no exterior por fundos de investimento brasileiros. Além de elevar os limites, a instrução reforçou os requerimentos e responsabilidades dos administradores de fundos. Os limites, de 20% para os fundos destinados a investidores de varejo e 40% para os fundos destinados aos investidores qualificados, trazidos por essa instrução, estão vigentes até hoje.

Quanto aos fundos para investidores qualificados, também há a permissão de investimento ilimitado, caso atendam a algumas condições adicionais:

A política de investimentos do Fundo deve determinar que terá em sua composição, no mínimo, 67% em ativos no exterior;  
Deve observar a classificação em classes determinada na legislação, conforme a composição de sua carteira;  
O Administrador e o Gestor devem assegurar que os fundos ou veículos de investimento no exterior submetem-se à regulação e à supervisão por autoridade local reconhecida que estabeleça o atendimento a determinadas condições e possuem documentos que demonstrem a estrutura de governança dos fundos investidos, evidenciem as

remunerações, despesas, taxas e encargos e identifiquem os fatores e níveis de controle de risco e restrições de investimento, conforme estabelecido no Anexo 101;  
O regulamento disponha sobre os diferentes ativos que pretende adquirir no exterior, indicando a região geográfica em que foram emitidos, se a gestão é ativa ou passiva, se é permitida compra de cotas de fundos e veículos de investimento, o risco a que estão sujeitos e qualquer outra informação que considerada relevante.

Em contrapartida à ampliação dos limites, o regulador reforçou os requisitos relativos à governança dos ativos no exterior, ampliando a responsabilidade dos administradores brasileiros.

Recentemente, através da Resolução 3/20, a CVM permitiu que os investidores de varejo possam investir, sem limites, em BDRs Nível I (Brazilian Depositary Receipt – valores mobiliários emitidos no Brasil que representam valor mobiliário emitido por companhias abertas com sede no exterior). Anteriormente, isso só era possível para investidores qualificados (aqueles com R\$ 1 milhão investidos).

A flexibilização trazida pela Resolução CVM 3/20 permite que o investidor de varejo diversifique a sua carteira, aplicando seu capital em empresas de alcance global e em segmentos limitados no Brasil, como de tecnologia, mas que estão disponíveis no exterior.

A partir dessa alteração regulatória, torna-se premente a questão: se investidores de varejo podem aplicar seus recursos exclusivamente em BDR, por que não poderiam os fundos de investimento que lhes estão disponíveis?

A característica do fundo de ser gerido por profissionais especializados e autorizados pela CVM para tal atividade deveria, inclusive, dar maior conforto por contar com prestador de serviço altamente qualificado e com capacidade de avaliar e selecionar as ações de empresas estrangeiras que farão parte do portfólio, o que representaria até risco menor que o investimento direto. Vale mencionar que, pela leitura do Relatório de Análise da Audiência Pública 05/07 – Processo RJ 2007-3212, cujo objetivo foi colher opiniões do mercado sobre a criação de uma classe de fundo de investimento que poderia investir ilimitadamente em ativos financeiros no exterior, parece que a intenção de gradualmente aumentar o limite de investimentos no exterior existe desde a edição da norma que antecedeu a ICVM 555:

A decisão de permitir o investimento de fundos no exterior é recente e, por isso, a CVM pretende implementá-la de forma gradual. Para isso, é necessário escolher um critério de

seleção dos fundos que poderão aplicar a totalidade de seu patrimônio no exterior. Apesar das críticas recebidas em relação ao critério de investimento mínimo contido na minuta submetida à audiência pública, não foi apresentado um critério alternativo. Ademais, o critério de investimento mínimo já está consolidado no mercado. Assim, os limites e restrições impostos pela minuta submetida à audiência pública parecem adequados, ao menos neste estágio inicial.

Desta forma, também entendemos ser necessário acelerar a permissão para que o investidor brasileiro de varejo invista no exterior, em maior escala, por meio de fundos. Por isso, em busca de evolução regulatória que vise ao atingimento das atuais necessidades identificadas para a gestão de recursos adequada, e mantendo a segurança, maturidade e robustez já percebidas na indústria como um todo, em setembro/2020 a ANBIMA enviou à CVM o Ofício Circular 032/20<sup>7</sup> contendo sugestões de alteração na ICVM 555 para ampliação dos limites de investimento no exterior por fundos de investimento, sendo elas:

- Que fundos de investimento destinados tanto a investidores qualificados quanto a investidores em geral também possam adquirir, diretamente em suas carteiras, até 100% dos valores mobiliários elegíveis a lastro de BDR, desde que os ativos investidos atendam a determinados requisitos.
- Que os fundos de investimento destinados a investidores em geral também possam aplicar a totalidade dos seus recursos no exterior, desde que cumpridos os requisitos previstos no § 1º; art. 101, da ICVM 555.
- Reavaliação dos demais percentuais de investimento em vigor tanto para fundos destinados ao público em geral quanto para os fundos destinados a investidores qualificados que não sigam as regras específicas do Anexo 101.

Especificamente, quanto à exigência de que os fundos de investimento constituídos no exterior possuam histórico de performance superior a 12 meses, apesar do mérito, no claro sentido de evitar investimento em fundos no exterior que não tenham mínimo histórico de rentabilidade (performance), a restrição acaba por restringir e inviabilizar – talvez até de forma inadvertida – amplo rol de potenciais investimentos no exterior.

---

<sup>7</sup> [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/institucional/comunicados-oficiais/oficios/envio-de-oficio-para-a-cvm-sobre-aumento-dos-limites-para-investimento-no-exterior.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/comunicados-oficiais/oficios/envio-de-oficio-para-a-cvm-sobre-aumento-dos-limites-para-investimento-no-exterior.htm)

A definição de “fundos de investimento constituídos no exterior” abrange vasta gama de categorias de fundos que investem nas mais distintas classes de ativos, incluindo fundos abertos e fundos fechados.

Os fundos fechados e mais ilíquidos, entretanto, em razão de suas próprias características, geralmente têm rentabilidade ou performance substancialmente superior àquela verificada em fundos abertos e com carteiras focadas em ativos mais líquidos, podendo contribuir como forma de diversificar alocações no segmento de investimento no exterior e de se perseguir rentabilidades atrativas com níveis aceitáveis de risco, sobretudo no cenário prevalecente de taxas internas decrescentes de juros no país. Vale destacar que inúmeros fundos de pensão em todo o mundo, inclusive na América Latina (notadamente Chile, Peru, Colômbia e México), investem em tais fundos em função de sua performance atrativa de longo prazo.

Entretanto, os fundos dessa natureza têm prazo determinado e são somente constituídos quando da captação junto aos investidores. Em outras palavras, esses fundos captam recursos, na prática, antes de iniciar sua operação. Essa característica os excluiria do horizonte de aplicação das EFPCs se for mantida a atual redação da ICVM 555, uma vez que não têm o histórico de 12 meses quando de sua captação.

Para esses fundos fechados, especificamente, julgamos que o inciso II do atual § 1º do art. 26 da Resolução CMN 4661/18, que requer gestor em atividade há mais de cinco anos e com recursos sob gestão em volume superior a USD 5 bilhões, já seria suficiente para viabilizar a aferição da competência e de experiência dos respectivos prestadores de serviço, notadamente do seu gestor, possibilitando investimentos em fundos no exterior que confirmam ao investidor, além de diversificação e retornos diferenciados, níveis de segurança e conforto comparáveis a quaisquer outras classes de fundos em que podem investir, inclusive no exterior.

Assim, sugere-se que a exigência de histórico de performance prévia do fundo como critério de seleção não seja aplicada aos fundos fechados.

#### 2.2.2.2. Compensação de tributos pagos no exterior pelos fundos de investimento

De acordo com o art. 3º da ICVM 555, os fundos de investimentos no Brasil são definidos como “uma comunhão de recursos, constituída na forma de condomínio, destinada à

aplicação em ativos financeiros” cuja principal característica é a concentração de recursos de investidores, objetivando aplicá-los no mercado financeiro. Os fundos não têm personalidade jurídica e os rendimentos obtidos por meio deles devem ser partilhados na proporção da participação de cada investidor.

A tributação dos fundos no ordenamento jurídico brasileiro ocorre mediante retenção na fonte, retidos do quotista de forma definitiva para o investidor pessoa física ou, a título de antecipação de seu imposto corporativo para o investidor pessoa jurídica.

A incidência do imposto de renda na fonte sobre os rendimentos auferidos por qualquer beneficiário nas aplicações em fundos de investimento ocorrerá semestralmente, no último dia útil dos meses de maio e novembro de cada ano, à alíquota de 20% para os fundos de investimento de curto prazo, e 15% para os fundos de investimento de longo prazo. Essa incidência é uma antecipação do imposto devido quando do resgate do fundo e é comumente chamada de “come-cotas”. Assim, por ocasião do resgate, será aplicada a alíquota complementar de acordo com as alíquotas regressivas previstas na IN RFB 1.585/15.

Para que essa sistemática de tributação na fonte apenas no resgate das quotas funcione, o portfólio do fundo não deverá ter outra forma de tributação.

No entanto, quando a carteira do fundo de investimento está na competência tributária internacional, no caso de investimentos em ativos no exterior, não se pode garantir essa não tributação na fonte da renda. Dessa forma, a tributação do quotista na fonte no Brasil pode resultar em dupla tributação, tão amplamente discutida e legislada quando se fala em Direito Tributário Internacional.

O sistema brasileiro de tributação prevê a tributação da renda global auferida pelos residentes no Brasil, mas garante também, pela própria legislação ordinária, por meio de seus tratados ou acordos de reciprocidade, o direito à dedução ou compensação do imposto cobrado

pela nação de origem do rendimento. Essa regra é clara tanto para pessoa física residente fiscal no país<sup>8</sup> como para as pessoas jurídicas<sup>9</sup>.

Entretanto, não há regra expressa que autorize essa compensação para os investidores em fundos de investimento cujas carteiras tenham auferido rendimento ou ganho de capital no exterior e tenham sido sujeitas às tributações em outros países.

O resultado disso na prática é concentração dos investimentos em países ou em classes de ativos que sejam isentos, limitando o mercado e a diversificação dos ativos, ou a dupla tributação efetiva dos resultados auferidos por meio de fundos, o que acaba sendo desvantagem competitiva.

O cenário fica ainda mais complexo caso o fundo de investimento opte por aplicar seus recursos em múltiplos países e em múltiplas classes de ativos.

Da análise do tema, parece-nos que o melhor caminho para resolver essa questão é tratar os referidos fundos como veículos transparentes/neutros. Os administradores dos fundos considerariam os rendimentos provenientes deles e as respectivas tributações ocorridas no exterior como individualizadas para cada investidor e, dessa forma, poderiam compensar os tributos já incididos no exterior com as retenções de fonte a serem efetuadas no Brasil (i.e., pass through).

A adoção desse modelo, com seu propósito de mercado, tem ampla aceitação em países como Estados Unidos e Luxemburgo, onde a indústria dos fundos de investimento tem relevância destacada. Mais do que veículos de investimento local, os fundos nesses países destacam-se pela função de concentrar investimentos globais e receber aportes de investidores do exterior.

Entendemos que esse modelo pode apresentar um desafio, visto que seria necessária uma mudança legislativa, de maneira compatível com o nosso sistema tributário e com os princípios constitucionais. De todo modo, julgamos que a adoção desse modelo seria o mais eficiente.

---

<sup>8</sup> Lei 4.862, de 1965, art. 5º e alterações posteriores.

<sup>9</sup> Lei 9.249, de 1995, art. 26 e alterações posteriores.

### 2.2.2.3. Tratamento fiscal de perdas com swap no exterior – incidência de tributação na fonte

De forma genérica, ao falarmos de investimentos, o próprio valor empreendido na aplicação suporta eventuais prejuízos ou perdas. Os contratos de swap fogem a essa regra pela própria natureza, que se baseia na troca de posições de risco e rentabilidade entre os investidores, tendo como objeto moedas, commodities ou outros ativos financeiros. Neste caso, ao final do prazo acordado, aquele que não logrou êxito deve pagar à contraparte.

O art. 873 do Regulamento do Imposto de Renda (RIR/18) dispõe que os investidores estrangeiros estão sujeitos ao mesmo tratamento dos investidores residentes em relação aos investimentos que elenca, entre eles o swap:

Art. 873. Os residentes ou os domiciliados no exterior ficam sujeitos às mesmas normas de tributação pelo imposto sobre a renda previstas para os residentes ou os domiciliados no País, em relação aos (Lei nº 8.981, de 1995, art. 78, caput, incisos I a III):

I – rendimentos decorrentes de aplicações financeiras de renda fixa;

II – ganhos líquidos auferidos em operações realizadas em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas; e

III – rendimentos obtidos em aplicações em fundos de renda fixa e de renda variável e em clubes de investimento.

Parágrafo único. O disposto neste artigo aplica-se também (Lei nº 8.981, de 1995, art. 72, § 3º, alínea “a”, e art. 74; e Lei nº 9.430, de 1996, art. 71):

I – aos ganhos líquidos auferidos na alienação de ouro, ativo financeiro, fora de bolsa;

II – aos ganhos líquidos auferidos em operações realizadas nos mercados de liquidação futura, fora de bolsa, com qualquer ativo; e

III – aos rendimentos auferidos em operações de swap.

Portanto, a norma impõe ao não residente a mesma tributação estabelecida para o residente, que, no caso dos rendimentos em swap, seria a retenção de imposto de renda quando da remessa ao rendimento ao exterior. Aqui, a autoridade fazendária atribui a característica de fonte de rendimento aos fundos que detêm tais operações com contrapartes no exterior. Na eventual perda por parte do fundo local, os pagamentos remetidos ao exterior estão sujeitos a retenção na fonte, entretanto, com a expectativa da contraparte estrangeira em receber o valor integral, são acrescidos da carga tributária aplicável com gross up.

Ainda, a IN RFB 1.455/14 dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda na fonte gerada pelos rendimentos pagos, creditados, empregados, entregues ou remetidos para pessoas jurídicas domiciliadas no exterior.

De acordo com o previsto no art.1º da IN, salvo situações específicas tratadas na própria norma, os rendimentos, ganhos de capital e demais proventos remetidos à pessoa jurídica domiciliada no exterior estão sujeitos à alíquota de 15%.

Art. 1º Os rendimentos, ganhos de capital e demais proventos pagos, creditados, entregues, empregados ou remetidos a pessoa jurídica domiciliada no exterior por fonte situada no País estão sujeitos à incidência do imposto sobre a renda exclusivamente na fonte à alíquota de 15% (quinze por cento), quando não houver alíquota específica, observadas as disposições previstas nesta Instrução Normativa. (Redação dada pelo (a) Instrução Normativa RFB nº 1662, de 30 de setembro de 2016)

Parágrafo único. Ressalvadas as hipóteses a que se referem os arts. 6º e 9º a 12, os rendimentos decorrentes de qualquer operação em que o beneficiário seja domiciliado em país ou dependência com tributação favorecida a que se refere o art. 24 da Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996, sujeitam-se ao imposto sobre a renda na fonte à alíquota de 25% (vinte e cinco por cento). (Incluído (a) pelo (a) Instrução Normativa RFB nº 1662, de 30 de setembro de 2016)

Nos termos da Circular BC 3.691/13, as remessas de valores ao exterior devem ser realizadas por agente autorizado a operar no mercado de câmbio.

Art. 2º As pessoas físicas e as pessoas jurídicas podem comprar e vender moeda estrangeira ou realizar transferências internacionais em reais, de qualquer natureza, sem limitação de valor, sendo contraparte na operação agente autorizado a operar no mercado de câmbio, observada a legalidade da transação, tendo como base a fundamentação econômica e as responsabilidades definidas na respectiva documentação.

Parágrafo único. O disposto no caput aplica-se, também, às compras e às vendas de moeda estrangeira por pessoas físicas ou jurídicas, residentes, domiciliadas ou com sede no País, para fins de constituição de disponibilidade no exterior e do seu retorno, bem como às operações de *back to back*.

Na prática, o ônus tributário recai sobre o fundo de investimento no Brasil, uma vez que o beneficiário pode nem ter conhecimento de que o ganho vem de uma parte no Brasil e que as normas brasileiras determinam a retenção, esperando receber o rendimento total. Ao realizar a remessa por intermédio do agente autorizado, o contribuinte deve comprovar o recolhimento do imposto de renda. Usualmente, o próprio agente emite a guia e retém o imposto do valor a ser remetido. Nesta segunda hipótese, o remetente calcula gross up.

Desta forma, o fundo de investimento brasileiro está ainda mais onerado: além do prejuízo que teve com a operação, normalmente arca com o tributo incidente sobre o rendimento do beneficiário estrangeiro. Isso não só inibe esse tipo de investimento, como onera a indústria com a criação de fundos espelho no exterior, transacionando derivativos no exterior apenas por meio

desse veículo. A seguir, exemplificamos o ônus que os fundos enfrentam ao investir em swaps no exterior em comparação a outras aplicações financeiras indexadas à mesma variável passiva:

*Um fundo de investimento adquire, por exemplo, um ativo indexado ao iene pelo montante de R\$ 100. Após algum tempo, sua aplicação sofre uma desvalorização (iene versus dólar) de 10%, o que incorre em perda de R\$ 10. A legislação atual não prevê nenhum ônus fiscal sobre essa perda.*

*Contudo, quando comparamos essa mesma operação, mas com a compra de ativo em USD e utilização de contrato de swap para trocar a variação do dólar para o iene, no qual a contraparte é domiciliada no exterior, a perda incorrida na valorização da ponta passiva na perspectiva do investidor local do swap (i.e., com a queda do iene versus o dólar em 10%) gera a obrigação de remeter o montante perdido e atrai o ônus fiscal com a retenção de 15% de acordo com o art. 1º, inciso I, da IN RFB 1.455/14. Nesse caso, a Receita Federal interpreta que a remessa não é vista como perda para o fundo de investimento brasileiro, e sim rendimento sendo pago para o exterior.*

Por isso, sugerimos que remessas ao exterior em decorrência de perdas em operações de swap, pelo menos se detidas por carteiras de fundos de investimento, não sejam tributadas.

### 2.2.3. Ampliação dos limites de investimento das instituições de previdência complementar e seguradoras

Aqui, cabe o estudo das normativas que regulam a política de investimento das entidades: de previdência complementar fechadas (EFPC), das entidades abertas (EAPC) e seguradoras. Como se observa a seguir:

#### **a. Previdência complementar fechada**

A Resolução CMN 4.661/18 dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar e prevê, no art. 26, os aspectos relevantes ao segmento exterior.

O caput do art. 26 prevê que as EFPCs (Entidades Fechadas de Previdência Complementar) podem destinar apenas 10% dos recursos garantidores de cada plano no segmento exterior, que contemplam:

- I – cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como “Renda Fixa – Dívida Externa”;
- II – cotas de fundos de índice do exterior admitidas à negociação em bolsa de valores do Brasil;
- III – cotas de fundos de investimento constituídos no Brasil sob a forma de condomínio aberto com o sufixo “Investimento no Exterior”, nos termos da regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários, que invistam, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) do seu patrimônio líquido em cotas de fundos de investimento constituídos no exterior;
- IV – cotas de fundos de investimento constituídos no Brasil sob a forma de condomínio aberto com o sufixo “Investimento no Exterior”, nos termos da regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários;
- V – Brazilian Depositary Receipts (BDR) classificado como nível I e cotas dos fundos da classe “Ações – BDR Nível I”, nos termos da regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários; e
- VI – ativos financeiros no exterior pertencentes às carteiras dos fundos constituídos no Brasil, nos termos da regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários, que não estejam previstos nos incisos anteriores.

Ao analisar a lista de ativos que podem ser objeto de investimento por EFPCs, observa-se que o legislador foi criterioso, optando por limitar a ativos com maior nível de governança. Um exemplo é a limitação à possibilidade de investimento em BDR de nível I.

Ademais, de acordo com o § 1º, as EFPCs devem garantir que:

- II – os gestores dos fundos de investimentos constituídos no exterior estejam em atividade há mais de cinco anos e administrem montante de recursos de terceiros superior a US\$5.000.000.000,00 (cinco bilhões de dólares dos Estados Unidos da América) na data do investimento; e
- III – os fundos de investimento constituídos no exterior possuam histórico de performance superior a doze meses

Vale também ressaltar o custo de oportunidade, dada a trava temporal estabelecida no dispositivo supracitado (i.e., aplicação autorizada somente a partir de 12 meses de performance comprovada). Caberia a flexibilização a respeito desse ingresso, uma vez que o investimento inicial, teoricamente, só seria possível no início dos fundos para algumas classes de fundos fechados.

Entendemos que o § 1º mencionado garante a qualidade da governança do fundo, pelo tamanho do seu patrimônio e experiência, assim como o § 3º e § 4º limitam os ativos pelo perfil:

§ 3º É vedada a aquisição de cotas de fundo de investimento com o sufixo “Investimento no Exterior” cujo regulamento não atenda à regulamentação para investidor qualificado nos termos estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 4º É vedada a aquisição direta ou indireta de cotas de fundo de investimento em participações com o sufixo “Investimento no Exterior”

A regra também veda o investimento das EFPCs em FIPs que investem no exterior. Sendo assim, propomos sua flexibilização para incluir os veículos de acesso às companhias estrangeiras, respeitando limites de concentração que não comprometam a natureza dos ativos garantidores, mas também não criando uma barreira ao mercado internacional.

Ao já viabilizar maior segurança impondo esses requisitos, questionamos se não seria possível o aumento do limite de 10% para investimento em instrumentos externos. Vale ressaltar que a política de investimento do fundo deve estar alinhada com o perfil do investidor, ou seja, ele está ciente do percentual alocado no mercado externo.

#### **b. Previdência complementar aberta e seguradoras**

A Resolução CMN 4.444 de 2015 disciplina a aplicação dos recursos das reservas técnicas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras, das sociedades de capitalização, das entidades abertas de previdência complementar e dos resseguradores locais, sobre as aplicações dos recursos exigidos no país para a garantia das obrigações de ressegurador admitido e sobre a carteira dos Fapis (Fundos de Aposentadoria Programada Individual).

Entre outras regras, só é permitido que tais entidades apliquem 10% de suas reservas técnicas em ativos sujeitos à variação cambial, isto é, grupo que contempla os ativos emitidos no exterior. Como se pode observar no ar. 13, inciso I d, II d, IV d:

Art. 13. As sociedades seguradoras, as sociedades de capitalização, as entidades abertas de previdência complementar e os resseguradores locais deverão aplicar os recursos de que trata este Regulamento, conforme cada um dos segmentos e limites máximos por modalidade a seguir:

I – aplicações de planos abertos de previdência complementar e de seguros de pessoas com cobertura por sobrevivência, cuja remuneração esteja calcada na rentabilidade de carteiras de investimentos durante o prazo de diferimento: (...)

II – aplicações de planos abertos de previdência complementar e de seguros de pessoas com cobertura por sobrevivência, cuja remuneração esteja calcada na rentabilidade de carteiras de investimentos durante o prazo de diferimento, destinados exclusivamente a Participantes Qualificados na forma definida pelo Conselho Nacional de Seguros Privados: (...)

IV – demais aplicações de que trata este Regulamento, não relacionadas nos incisos I a III: (...)

d) na modalidade Investimentos Sujeitos à Variação Cambial: até 10% (dez por cento), observados os limites do art. 11 e da Seção III deste Capítulo;

Entendemos que a ampliação desses limites tornaria os referidos fundos de previdência complementar abertos mais atrativos, além de trazer maior possibilidade de retorno e mesmo de proteção por diversificação ao portfólio das reservas técnicas das entidades seguradoras e de resseguros, tendo em vista a baixa dos juros e o cenário global atual.

#### 2.2.4. Diminuição da burocracia cambial

##### **Identificação da finalidade das remessas ao exterior**

Como mencionado, as remessas de valores ao exterior devem ser realizadas por agente autorizado a operar no mercado de câmbio.

Ademais, qualquer pessoa que deseja remeter valores para outras jurisdições deve declarar a natureza da remessa, conforme definido pela Circular BC 3.690/13. O Anexo VIII dessa circular, reproduzido abaixo, traz as possibilidades de remessa relativas aos capitais brasileiros, prevendo desde títulos públicos até derivativos:

<b>NATUREZA DA OPERAÇÃO</b>	<b>Nº CÓDIGO</b>
<b>Mercado financeiro e de capitais</b>	
Ações	67005
Fundos de investimento	67043
<b>Brazilian Depository Receipts (BDR)</b>	
ações	67081
outros valores mobiliários	67098
<b>Títulos de dívida</b>	
curto prazo	67108
longo prazo	67115
<b>Derivativos</b>	
prêmios de opções e ajustes periódicos	67201
depósito e resgate de margens, garantias e colaterais	67218
<b>Empréstimos e financiamentos</b>	
<b>Empréstimos diretos</b>	
curto prazo	67304
longo prazo	67311
<b>Financiamentos de exportação de mercadorias</b>	
curto prazo	67335
longo prazo	67342
<b>Financiamentos de exportação de serviços</b>	
curto prazo	67366
longo prazo	67373
<b>Arrendamento mercantil financeiro</b>	<b>67397</b>
<b>Investimento direto</b>	
Aumento/redução de capital	67407
Aquisição/transferência de titularidade	67414
<b>Depósitos e disponibilidades</b>	
Disponibilidades no exterior	67500
Depósitos em conta no País em moeda estrangeira	67517
Depósitos judiciais, cauções, garantias e outros recursos de terceiros	67524
<b>Outros</b>	
Aquisição de mercadorias entregues no exterior	67902
Participação do Brasil no capital de organismos internacionais	67919
Obrigações vinculadas a operações interbancárias	67926
Operações com ouro	67933
Compra e venda de imóveis no exterior	67940

Ao pensar em um investidor de pequeno porte que deseja iniciar a aplicação de recursos no exterior, comumente ele primeiro realizará a transferência de recursos ao intermediário no exterior e depois escolherá entre as opções de investimento ofertadas por esse intermediário. Assim, sem saber quais instrumentos financeiros comporão seu portfólio, existe dúvida em relação a qual deveria ser o código utilizado. Na prática, o que ocorre é a remessa pelo código 67500 – disponibilidade no exterior. No entanto, esse código não tem relação com investimento no mercado

financeiro e de capitais, sendo destinado à identificação de transferências para conta de mesma titularidade no exterior.

Ademais, a alíquota do IOF para remessas de disponibilidade no exterior é de 1,10%, enquanto para aplicações em fundos, por exemplo, é 0%, como prevê o Decreto 6.306/07:

Art. 15-B. A alíquota do IOF fica reduzida para trinta e oito centésimos por cento, observadas as seguintes exceções:

(...)

III – nas operações de câmbio, de transferências do e para o exterior, relativas a aplicações de fundos de investimento no mercado internacional, nos limites e condições fixados pela Comissão de Valores Mobiliários: zero; (Incluído pelo Decreto nº 8.325, de 2014)

(...)

XXI – nas liquidações de operações de câmbio, realizadas a partir de 3 de março de 2018 para transferência de recursos para o exterior para colocação de disponibilidade de residente no País: um inteiro e dez centésimos por cento. (Incluído pelo Decreto nº 9.297, de 2018)

Caso seja esperado do investidor que pré-classifique o seu portfólio, ele deveria fazer uma remessa para cada tipo de investimento, de acordo com a tabela trazida pela circular? Isso seria não apenas extremamente burocrático, mas custoso, tendo em vista as taxas cobradas nessas operações, como já demonstrado neste relatório.

Ainda, a pessoa física deve informar na Declaração de Imposto de Renda o saldo da sua conta corrente no exterior, esclarecendo, quando aplicável, o número do contrato de câmbio pelo qual foi formalizada a transferência. A declaração de que valores foram remetidos com uma finalidade e, posteriormente, utilizados para outra, gera insegurança jurídica quanto a possíveis autuações.

Uma possível melhoria desse arcabouço seria a previsão de código genérico para a remessa de valores que serão investidos no mercado financeiro e de capitais pela pessoa física no exterior. Para não haver distorção de dados estatísticos, tais remessas poderiam, se assim julgado necessário pelo regulador, ser limitadas a um valor condizente com o perfil do investidor de pequeno porte.

Recentemente, o CMN publicou a Resolução 4.844/20, que elevou o piso da Declaração anual de CBE (Capitais Brasileiros no Exterior). Antes, quem detinha US\$ 100.000,00 ou mais deveria detalhar os investimentos na obrigação acessória. Hoje, o piso é de US\$ 1.000.000,00. Esse é mais um sinal do regulador de que busca simplificar o ambiente de investimentos brasileiro.

## 2.2.5. Equiparação na tributação para uma pessoa física investindo no país ou no exterior

Atualmente, temos uma série de dissonâncias entre o tratamento fiscal da mesma modalidade de investimento, caso o investidor seja nacional (i.e., pessoa física brasileira investindo no Brasil) ou internacional (i.e., pessoa física brasileira investindo no exterior), como podemos verificar na tabela abaixo:

Classe	Ativos e fundos no exterior	Ativos e fundos nacionais	
Ações	Ganho de capital Isento até 35k 15% até 5MM 17,5% até 10MM 20% até 30MM 22,5% >30MM	Ativos	Isento até 20k 15%
		Fundos	15%
Rendimento de renda fixa	Tabela regressiva (Carnê-Leão) Isenta até R\$ 1.903,98 7,5% a 27,5%: a depender da base do cálculo	Ativos	15 a 22,5%: a depender do tempo de permanência
Dividendos	Tabela regressiva (Carnê-Leão) Isenta até R\$ 1.903,98 7,5% a 27,5%: a depender da base do cálculo	Ativos	0%

Ao visualizar tais dissonâncias, pretende-se apresentar uma proposta visando à harmonização do tratamento fiscal dessas aplicações financeiras, como veremos a seguir. A ideia é aplicar o mais próximo possível do regime fiscal dos investimentos brasileiros aos investimentos no exterior, buscando, assim, uniformização e isonomia das regras tributárias aplicáveis.

### a. Renda fixa

Atualmente, investimentos em renda fixa no Brasil têm incidência de Imposto de Renda de acordo com seu prazo, como podemos verificar na tabela abaixo:

<b>Prazo</b>	<b>Alíquota</b>
Até 180 dias	22,5%
Entre 181 e 360 dias	20%
Entre 361 e 720 dias	17,5%
Acima de 720 dias	15%

Para tributação incidente sobre rendimentos de investimentos de renda fixa no exterior, a tributação é realizada de acordo com a tabela progressiva do Imposto de Renda Pessoa Física, sendo devido o recolhimento mensal por meio do Carnê-Leão.

O Carnê-Leão foi instituído pelo Decreto Lei 1.705/79 como forma de recolhimento antecipado e obrigatório, criada para abranger os valores que não têm tributação na fonte pagadora. Além disso, caso não seja pago, o contribuinte pode estar sujeito a uma multa sobre o valor do imposto que deixou de ser pago.

Nos termos do exposto, a Instrução Normativa RFB 1.500/14 determina que os rendimentos provenientes do exterior estão sujeitos ao pagamento mensal do Imposto de Renda de forma obrigatória, como podemos verificar:

Art. 53. Está sujeita ao pagamento mensal do imposto a pessoa física residente no País que recebe:

(...)

II – rendimentos ou quaisquer outros valores de fontes do exterior, tais como trabalho assalariado ou não assalariado, uso, exploração ou ocupação de bens móveis ou imóveis, transferidos ou não para o Brasil, lucros e dividendos;

Para fins de pagamento do carnê-leão, temos a seguinte tabela para o exercício de 2020:

Base de cálculo	Alíquota
Até R\$ 1.903,98	Isento
De R\$ 1.903,99 até R\$ 2.826,65	7,5%
De R\$ 2.826,66 até R\$ 3.751,05	15%
De R\$ 3.751,06 até R\$ 4.664,68	22,5%
Acima de R\$ 4.664,68	27,5%

No cenário atual, o investidor que aplica em instrumento de renda fixa fora do país estará obrigado a fazer o recolhimento por meio do Carnê-Leão, seguindo as alíquotas dispostas na tabela demonstrada (7,5% – 27,5%), a depender da base de cálculo. Para as aplicações realizadas dentro do território nacional, o valor do imposto seria calculado a depender do prazo que os recursos ficaram aplicados, sendo devido o Imposto de Renda no momento do resgate, e o valor do imposto normalmente já é retido pela fonte pagadora.

Podemos observar que caso o investidor aplique em instrumento de renda fixa no país, terá regime tributário diferenciado, que poderia ser aplicado a instrumento de renda fixa no exterior, principalmente considerando que se trata de modalidades iguais de investimento.

Assim, sugerimos que as regras de tributação para aplicações em renda fixa no Brasil e no exterior sejam alinhadas e uniformizadas, a fim de criar tributação única para o mesmo tipo de modalidade. Para tanto, entendemos que seria positivo estabelecer alíquota única, independentemente do tempo de investimento e do valor da base de cálculo, facilitando a metodologia de recolhimento, haja vista que esta é realizada pelo próprio contribuinte.

#### **b. Renda variável**

Em investimento em ações no cenário atual brasileiro, caso o seja feito em ativos, a alíquota aplicável é de 15%, considerando que os primeiros R\$ 20.000 seriam isentos de tributação, nos termos da Lei 9.250/95, art. 22:

Art. 22. Fica **isento do imposto de renda o ganho de capital auferido na alienação de bens e direitos de pequeno valor**, cujo preço unitário de alienação, no mês em que esta se realizar, seja igual ou inferior a:

**I – R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), no caso de alienação de ações negociadas no mercado de balcão;**

Além disso, quando a aplicação é realizada em fundos de investimento, a alíquota de Imposto de Renda é a mesma (15%), nos termos da Lei 11.033/04, art. 1º:

Art. 1º Os rendimentos de que trata o art. 5º da Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999, relativamente às aplicações e operações realizadas a partir de 1º de janeiro de 2005, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, às seguintes alíquotas:

(...)

§ 3º O disposto neste artigo não se aplica:

I – aos fundos e clubes de investimento em ações cujos rendimentos serão tributados exclusivamente no resgate das quotas, à alíquota de 15% (quinze por cento);

Já no caso de investimento em ações ou fundos de investimento no exterior, o brasileiro (pessoa física e jurídica) está sujeito às alíquotas aplicáveis ao ganho de capital de qualquer natureza, nos termos da Lei 8.981/95, art. 21 e IN RFB 1.455, art. 21:

Art. 21. O ganho de capital percebido por pessoa física em decorrência da alienação de bens e direitos de qualquer natureza sujeita-se à incidência do imposto sobre a renda, com as seguintes alíquotas:

I – 15% (quinze por cento) sobre a parcela dos ganhos que não ultrapassar R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais);

II – 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento) sobre a parcela dos ganhos que exceder R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) e não ultrapassar R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais);

III – 20% (vinte por cento) sobre a parcela dos ganhos que exceder R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e não ultrapassar R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais); e

IV – 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento) sobre a parcela dos ganhos que ultrapassar R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais).

Vale lembrar que, para ganho de capital no exterior, temos a regra da isenção de R\$ 35.000, nos termos da Lei 9.250/95:

Art. 22. Fica **isento do imposto de renda o ganho de capital auferido** na alienação de bens e direitos de pequeno valor, cujo preço unitário de alienação, no mês em que esta se realizar, seja igual ou inferior a:

I – R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), no caso de alienação de ações negociadas no mercado de balcão;

**II – R\$ 35.000,00 (trinta e cinco mil reais), nos demais casos.**

Apesar desse nível de isenção um pouco maior, a regra de tributação de ganho de capital mencionada traz outra desvantagem relevante ao investidor em mercado de renda variável,

que é a impossibilidade de se compensar perdas com a negociação de uma ação com ganhos com outras ações, como já se posicionou a Receita Federal pela Solução de Consulta 4/14.

Ainda tratando sobre investimento em ações, temos que a CVM, por meio da Resolução CVM 3, em agosto de 2020, alterou a legislação sobre regras relacionadas aos BDRs, abrindo a possibilidade para que mesmo investidores não qualificados possam ter acesso a ações, ETFs e títulos de dívida de emissão internacional, mas negociados na bolsa brasileira.

Em relação à tributação dos BDRs, é aplicável a alíquota de 15%, nos termos da Instrução Normativa SRF 118/00, art. 8º:

Art. 8º Nas alienações de bens e direitos e nas liquidações e resgates de aplicações financeiras de que tratam os arts. 2º a 6º, o imposto sobre o ganho de capital será:

I – apurado em cada operação;

II – determinado à alíquota de quinze por cento;

III – recolhido até o último dia útil do mês subsequente ao do recebimento.

Isto é, caso um brasileiro invista em ativo internacional por meio de BDR, estará sujeito a uma alíquota diferente (i.e., 15%) a qual seria aplicada caso investisse diretamente no exterior (i.e., 15% a 22.5%), ou seja, ativos semelhantes sendo tratados tributariamente de formas distintas.

Vale lembrar, ainda, que existem fundos brasileiros que investem no exterior, e a presente proposta tem como finalidade a simetria entre a regra tributária para investimento em fundo local de ações que investe no exterior e os investidores que queiram investir diretamente no exterior, não por meio de um fundo.

Por fim, ao analisar o cenário atual, novamente estamos tratando modalidades iguais de forma tributária diferenciada e, por causa disso, sugerimos que as regras de tributação para investimento em ações ou fundos de investimento no Brasil e no exterior sejam harmonizadas a fim de criar tributação única para o mesmo tipo de modalidade. Desta forma, além da harmonização da alíquota aplicável sobre os ganhos de capital obtidos com os ativos de renda variável emitidos no exterior, a proposta visa criar mecanismo de compensação semelhante ao ativo local, permitindo que o investidor residente possa também compensar suas perdas com ativos emitidos no exterior, com seus respectivos ganhos – como prevê o § 1º, art. 841, do Decreto 9.580/18 para operações de renda variável no âmbito nacional.

### **c. Dividendos**

Inicialmente vale destacar que desde 1996, com o advento da Lei 9.249/95, os dividendos não são tributáveis no Brasil, nos termos do art. 10:

Art. 10. Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior.

Isto é, caso um brasileiro receba dividendos de empresa nacional, não haverá Imposto de Renda devido.

Por outro lado, pela regra atual, caso os dividendos sejam provenientes de fonte situada no exterior, eles irão compor a renda tributável da pessoa física, sendo aplicáveis as alíquotas de 15% a 27,5%. Ainda, também estará sujeita ao recolhimento mensal do Carnê-Leão, nos termos da Instrução Normativa 1.500/14, art. 53:

Art. 53. Está sujeita ao pagamento mensal do imposto a pessoa física residente no País que recebe:  
(...)  
II – rendimentos ou quaisquer outros valores de fontes do exterior, tais como trabalho assalariado ou não assalariado, uso, exploração ou ocupação de bens móveis ou imóveis, transferidos ou não para o Brasil, lucros e dividendos;

Para fins de exemplificação, caso uma ação do exterior pague dividendos, ela compõe a renda tributável da pessoa física (i.e., 7,5% – 27,5%), seja adquirida de forma direta ou por meio de BDR. Caso um brasileiro adquira ações nacionais e receba dividendos, não sofrerá nenhum tipo de tributação.

Vale lembrar que, caso exista tratado/acordo de bitributação, será possível a compensação do imposto pago no exterior, se aplicável.

Portanto, não nos parece razoável a aplicação de tributação diferenciada para modalidades iguais, principalmente considerando que, por advento de lei, os dividendos recebidos não seriam tributáveis pelo fato de que o lucro já teria sido tributado pela própria empresa. O fato de a empresa atuar em outro país não deveria mudar esse mesmo racional, uma vez que o lucro também já teria sido exposto a tributação no seu país de domicílio conforme as regras localmente

aplicáveis. Por isso, a proposta ora discutida é de uniformização dos dispositivos, com a não tributação de dividendos provenientes do exterior, o que já ocorre atualmente para os recebidos de empresas nacionais.

### 3. Anexo I – Benchmark Internacional

#### 3.1. Principais resultados

Abaixo podemos verificar o quadro comparativo entre os países do benchmark, divididos entre operações, regulatório, câmbio/moeda, registro e tributário, onde analisamos se a afirmativa proposta acerca de investimento estrangeiro seria desfavorável (i.e., vermelho), indiferente (i.e., amarelo), favorável (i.e., verde) ou indefinido (i.e., cinza):

	Chile	México	HK	Lux	EUA	Reino Unido
<b>Afirmativas</b>						
Acessibilidade do mercado financeiro para investidores de varejo (verde para muito acessível)						
Tratamento diferenciado entre pequenos e grandes investidores (verde para favorável para pequenos investidores)						
Facilidade dos residentes para investir no exterior (verde para muito acessível, sistema integrado)						
Frequência de investimento no exterior dos residentes (verde para comum)						
Possibilidade do investidor estrangeiro de alterar os investimentos fora do portfólio (verde para possível)						
Controle do governo sobre a saída de recursos financeiros (verde para muito permissivo)						
Limitação de dinheiro para investir no exterior do país (verde para inexistente)						
Possibilidade de abertura de conta bancária em moeda estrangeira (verde para possível)						
Necessidade do investidor estrangeiro de ter tax code (verde se não for necessário)						
Tratamento diferenciado entre investidores locais e estrangeiros (verde para favorável para estrangeiros)						

**Legendas**

- Registro
- Operações
- Tributário
- Câmbio / Moeda
- Regulatório**
- Desfavorável
- Indiferente
- Favorável
- Indefinido

## 3.2. Principais práticas – entrada

### Registro

**Registro Gratuito** - Pequenos investidores estrangeiros não precisam ser registrados, apenas com intermediários, no processo de integração.

OU



### Tax ID Online Fácil

- permite que o procedimento seja 100% online, através do site.



### Operacional

#### Recursos de Fluxo Livre

- possibilidade de realocar recursos não só para alterar a carteira de investimentos, mas também para utilizar os recursos para pagamentos ordinários e outros assuntos sem operações simbólicas de câmbio.



#### Sem conta bancária

- Se o objetivo for apenas investir, não há necessidade de uma conta bancária comum, apenas uma conta de corretor / distribuidor.



#### Sem Câmbio

**Simbólico** - aplica outros controles para cumprir as estatísticas do BCB.



### Tributário

**UBO Fiscal baseado em CRS** - procedimento de divulgação menos oneroso de pequenos valores e possibilidade de confiança na troca de informações.



**Regime Especial não diferenciado para paraísos fiscais**



### Cambial

**Métodos de precificação** - Ativos financeiros precificados em diferentes moedas.



#### Emissão de Moeda Estrangeira

- possibilidade de emissão de títulos privados em moedas estrangeiras, tratados como dívida. Quaisquer ganhos ou perdas cambiais reconhecidos na demonstração do resultado da entidade não são tratados como tributáveis.



#### Conta bancária em moeda estrangeira

- Possibilidade de abrir e movimentar conta bancária em moeda estrangeira.



### Regulatório

#### Procedimentos diferentes para pequenos e grandes valores

- procedimento oneroso reservado para as operações que têm mais risco e são mais representativas.

#### Presença Global

Hong Kong está trabalhando na expansão dos Acordos de Livre Comércio com outras jurisdições com o objetivo de expandir a presença em outros mercados.



## 3.3. Principais práticas – saída

### Registro

**Limite para registro** - BCB recentemente aumentou o limite para US \$ 1 MM (US \$ 10 mil antes)

### Operacional

#### Troca automática de informações

- Há uma troca automática de informações de contas financeiras entre instituições financeiras e autoridades locais - Uso de tecnologia para facilitar o processo (ou seja, blockchain, etc)



#### Acesso fácil ao mercado de capitais mundial

- sistema integrado de instrumentos financeiros, parceria com outros países. Permitir que o investidor local acesse produtos financeiros estrangeiros e faça transações facilmente.



### Tributário

#### Compensação Tributária

- Possibilidade de compensação da carga tributária dos impostos diretos e indiretos sobre investimentos no exterior, se houver, para todas as entidades.



#### Harmonização de aplicações financeiras nom exterior com aplicações locais

- a fonte de receita como a única habilitada a tributar.

### Cambial

#### Simplificar a saída de câmbio

- registro simples de saída de recursos financeiros indicando a finalidade.

### Regulatório

#### Figura do introducer broker regulamentado

- o introducer broker deve cumprir as regras locais.



#### Restrição Livre

- Sem limite para o valor que os investidores locais podem investir no exterior (pessoas físicas, entidades e fundos)



## Expediente

---

### **Presidente**

Carlos Ambrósio

### **Vice-presidentes**

Carlos André, Carlos Constantini, Gilberto Duarte, José Eduardo Laloni, Luiz Sorge, Pedro Lorenzini, Renato Ejnisman e Sergio Cutolo

### **Diretores**

Adriano Koelle, Carlos Takahashi, Eduardo Azevedo, Fernando Rabello, Gabriel Cardozo, Gabriel Leal, Jan Karsten, Luciane Ribeiro, Luiz Chrysostomo, Luiz Fernando Figueiredo, Lywal Salles Filho, Pedro Juliano, Pedro Rudge e Teodoro Lima

### **Comitê Executivo**

Zeca Doherty, Ana Leoni, Francisco Vidinha, Guilherme Benaderet, Patrícia Herculano, Eliana Marino, Lina Yajima, Marcelo Billi, Soraya Alves e Thiago Baptista

### **Coordenação**

Tatiana Itikawa

### **Apoio técnico**

Ana Flávia Lopes e Isabella Magalhães

### **Consultoria**

PwC