

AGENDA DE INTERNACIONALIZAÇÃO

Soluções para atrair capital estrangeiro
e facilitar investimentos no mercado externo





SUMÁRIO

01 APRESENTAÇÃO 2

02 CONTEXTO 4

03 FACILITANDO O ACESSO DO INVESTIDOR
BRASILEIRO AO MERCADO EXTERNO 7

04 DESCOMPLICANDO O INVESTIMENTO
ESTRANGEIRO NO BRASIL 16

05 ANEXO: RESUMO DA AGENDA 27

06 ANEXO: MELHORES PRÁTICAS
INTERNACIONAIS 29



APRESENTAÇÃO

Os últimos anos foram marcados por um período de mudanças estruturais na 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, encerramos 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 por alternativas de investimento e diversificação de carteiras. Nesse cenário, a decisão de alocação se torna ainda mais relevante e estratégica, na medida que o investidor busca ativos com maior retorno e 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 de a economia brasileira ainda ser fechada em comparação a países com 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, trazendo 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 aplicações locais 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 a 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.

Este material, feito com base em estudo encomendado à consultoria PwC, apresenta o mapeamento das melhores práticas em mercados desenvolvidos e emergentes, – esses últimos competem com o Brasil na atração do capital global. A partir destas informações, propomos mudanças 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 ao mercado global pelo investidor local e ao mercado nacional pelo estrangeiro.

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 do debate 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 busca fomentar o debate em torno desse 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



02 / CONTEXTO

Os mercados de capitais ao redor do mundo passaram por um processo de integração nos últimos anos, com o fortalecimento do ambiente de negócios e aumento da participação de investidores de alcance global. Isso, junto com a significativa redução das taxas de juros, fez com que a internacionalização ganhasse ainda mais relevância no país. As discussões sobre flexibilização, modernização e simplificação de processos, leis e regras aplicáveis a investimentos crossborder¹ tornaram-se fundamentais para o avanço dessa tendência.

Este é um dos momentos mais oportunos para dar aos investidores locais liberdade de escolha e capacidade de diversificação de suas carteiras por meio de investimentos no exterior, seja pela compra direta de ativos, seja por investimentos via fundos. Vivemos também um momento propício para atrair mais investidores estrangeiros para os mercados financeiro e de capitais locais.

Reguladores e autorreguladores têm o desafio de conciliar o desenvolvimento do mercado local com a maior abertura para investimentos no exterior, removendo entraves que limitam o fluxo internacional de capitais.

Algumas exigências em vigor oneram e tornam inviável que investidores brasileiros domiciliados no exterior, principalmente pessoas físicas com portfólios de menor valor, mantenham aplicações no Brasil.

Muitas dessas obrigações carregam heranças do passado que merecem reflexão. Um exemplo é a duplicidade de envio de informações aos órgãos reguladores por diferentes prestadores de serviços.

Os reguladores têm tomado decisões que mostram que há concordância com a necessidade de aprimoramentos jurídicos para flexibilizar as regras com objetivo de fomentar os investimentos crossborder. Um exemplo é o Projeto de Lei 5.387/19, que prepara o terreno para as necessárias alterações nas regras cambiais brasileiras e, como já dito pelas autoridades, simplificaria o sistema e sua internacionalização, possivelmente chegando à conversibilidade da moeda.

Em sentido inverso, a presença mais ampla de investidores estrangeiros no país cria condições propícias ao surgimento de novas

1. Fluxos de investimentos estrangeiros para o Brasil e de investimentos brasileiros no exterior

estratégias de negócios e novos perfis de produtos, aumentando o volume de transações e mitigando os riscos sistêmico e de liquidez, conforme estudo do BIS² (Banco de Compensações Internacionais). Para isso acontecer, é necessário haver segurança jurídica e um ambiente de negócios que favoreça a atração de investimentos externos.

Os países mais flexíveis à entrada do investidor estrangeiro têm maior representatividade do volume desse capital aportado nas bolsas locais, em proporção do PIB.

A tabela, com dados de 2019, mostra os percentuais em dois países desenvolvidos (Estados Unidos e Reino Unido) e um em desenvolvimento (México), potencial concorrente do Brasil na atração do capital global.

O Brasil está atrás do México, inclusive em volume total investido em bolsa, mesmo tendo um PIB maior. Em um exercício de cálculo simples, se atingisse a média de mercado da amostra (28%) e aplicasse esse incremento de representatividade (28% - 7% = 21%) ao volume da B3, haveria uma injeção de US\$ 61 bilhões no mercado local.

Países mais flexíveis à entrada de capital estrangeiro têm maior volume investido em bolsa

País	PIB 2019	Volume das principais bolsas de valores locais	Volume do investidor estrangeiro*	Representatividade das principais bolsas de valores locais/PIB	Volume/ 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%
Valores em USD bilhões			Média (excluindo Brasil)	91%	28%

Dados de 2019

Fontes: IBGE, Country Economy, Investopedia, B3, Global Economy, ONS e Mexicanist.

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

2. Estudo "How should we design deep and liquid markets? The case of government securities". Basel.1999. Disponível em: www.bis.org/pub/cgfs13.htm

Esses investimentos não seriam aplicados apenas em ações negociadas em bolsa. O mercado de capitais brasileiro conta também com fundos de investimento, títulos de dívida corporativa, entre outros produtos que se beneficiariam com um ambiente mais atrativo.

Quanto mais capital externo uma economia recebe, maior o efeito no aprimoramento não só dos índices macroeconômicos e de liquidez de

mercado, mas também na geração de emprego, renda e desenvolvimento.

É urgente a necessidade de se fazer uma ampla revisão das regras, em busca de flexibilização para aumentar o acesso do investidor aos mercados internacionais. Ao longo desta agenda, serão apresentadas soluções para um novo arcabouço legislativo e regulatório para estimular o investimento crossborder.



O estudo completo feito pela PwC, no qual foram baseadas essas soluções, pode ser acessado aqui: anbi.ma/estudocrossborder



03

FACILITANDO O ACESSO DO INVESTIDOR BRASILEIRO AO MERCADO EXTERNO

Esta agenda listou as ações necessárias para facilitar o acesso do investidor brasileiro aos mercados internacionais e que buscam permitir uma ampla diversificação de portfólios.

Diminuição da burocracia cambial – identificação da finalidade das remessas ao exterior



Solução

Criação de um código genérico para remessas de valores a serem investidos nos mercados financeiro e de capitais no exterior pela pessoa física, com possível definição de teto

Para realizar uma remessa de valores para investimento no exterior, é preciso declarar a natureza da remessa, que é um código específico para cada categoria de aplicação – ela só é feita após a definição da natureza³. Vale ressaltar que as remessas são enviadas em operações individuais para cada natureza escolhida. Isso torna o processo burocrático e custoso, devido às taxas cobradas para as transferências internacionais.

Qualquer erro no registro do código pode ter

impacto tributário (há alíquotas diferentes para cada categoria de investimento) e fiscal, caso sejam enviados recursos com uma finalidade e investidos em outra categoria.

A proposta é ter um único código para qualquer remessa feita por pessoa física com o objetivo de investir nos mercados financeiro e de capitais no exterior. Possíveis distorções podem ser resolvidas com a definição de um limite condizente com o perfil do investidor de pequeno porte.

3. Circular BC 3.690

Fundos de investimento



Soluções

- Ampliação dos limites de investimento no exterior
- Compensação de tributos pagos no exterior
- Isenção tributária de perdas com swap no exterior

Nos últimos anos, reguladores elevaram os limites para investimentos dos fundos em ativos no exterior, como reflexo do desenvolvimento da indústria, da sofisticação dos gestores e das estratégias, e do aumento da integração com os mercados internacionais. Isso deu acesso a um rol mais amplo de produtos, permitindo maior diversificação dos portfólios, aumento dos retornos e melhora na distribuição de riscos.

Alguns ajustes adicionais, propostos a seguir, ampliariam ainda mais o acesso do investidor local ao mercado externo por meio dos fundos:

Ampliação de limites de investimento no exterior dos fundos 555

No início de 2020, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) eliminou os limites para os investidores de varejo adquirirem BDRs Nível I (Brazilian Depositary Receipt – valores mobiliários emitidos no Brasil que representam um valor mobiliário emitido por companhias abertas com sede no exterior).

É urgente olhar também para outros veículos que promovam a internacionalização, de forma a dar aos investidores locais liberdade de escolha e capacidade de diversificação que vão além dos BDRs.

No entanto, há certas limitações quando o investimento é realizado por meio de fundos, mesmo este sendo um veículo extremamente regulado e que conta com profissionais autorizados e capacitados para fazer a seleção de ativos.

A regulação deve ser atualizada, permitindo que:

- Fundos destinados a quaisquer públicos possam comprar diretamente até 100% de suas carteiras em valores mobiliários elegíveis a lastro de BDR, como ações e bonds;
- Fundos destinados aos investidores de varejo possam aplicar a totalidade dos seus recursos no exterior (cumprindo requisitos previstos no atual anexo 101, da Instrução CVM 555);

- Os demais percentuais de investimento para fundos destinados aos investidores do varejo e qualificados, que não sigam as regras específicas do anexo 101, sejam reavaliados.

É fundamental rever os limites definidos pela ICVM 555 para investimento no exterior por todos os fundos de investimento, especialmente aqueles que não são restritos a investidores qualificados ou profissionais.

Também é preciso trabalhar pela equiparação dos fundos de índice locais, regulados pela Instrução CVM 359, em relação ao tratamento conferido aos fundos estrangeiros. A revisão desses e de outros dispositivos propiciará uma maior aproximação a regras e padrões internacionalmente utilizados, tornando o mercado local mais competitivo.

Compensação de tributos pagos por fundos no exterior

No Brasil, o rendimento dos fundos é tributado na fonte. Quando ele acontece no exterior, acordos de reciprocidade garantem o direito à dedução ou compensação de impostos cobrados na nação de origem do rendimento, tanto para PF (pessoa física) quanto para PJ (pessoa jurídica).

Mas quando um fundo investe fora do país, pode haver bitributação do investidor brasileiro porque não há, atualmente, uma regra que permita a compensação pelos fundos que tenham auferido rendimentos ou ganhos no exterior sujeitos à tributação em outros países. A situação se agrava

para fundos que aplicam em diversos países, levando investidores a se concentrarem em ativos ou mercados isentos de impostos, o que é uma desvantagem competitiva.

A sugestão é que os fundos sejam tratados como veículos transparentes/neutros. Os administradores considerariam os rendimentos provenientes deles e as respectivas tributações ocorridas no exterior como individualizadas para cada cotista. Assim, poderiam compensar os tributos já incididos lá fora com as retenções na fonte a serem realizadas no Brasil. Esse modelo já tem ampla aceitação nos Estados Unidos e em Luxemburgo.

Tratamento fiscal de perdas com swap no exterior

Os contratos de swap têm lógica de operação diferente de outros investimentos. Em geral, qualquer valor aplicado em um investimento suporta perdas e prejuízos. Mas os swaps se baseiam na troca de posições de risco e rentabilidade entre investidores (moedas, commodities e outros ativos). Ao final do prazo acordado, quem não teve êxito deve pagar à contraparte.

As operações de swap estão sujeitas à tributação semelhante às demais, com retenção de imposto quando há remessa do rendimento ao exterior. Na ocorrência de uma perda atrelada à operação de swap, é preciso pagar a contraparte e, para isso, é feita uma remessa. Nas regras atuais, há incidência de imposto sobre os recursos enviados.

Na prática, o ônus tributário recai sobre o fundo 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. Dessa forma, o fundo 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 sobrecarrega a indústria com a criação de fundos espelho no exterior.

O exemplo a seguir ajuda a entender a tributação sobre essas transações, em comparação a outras aplicações indexadas às mesmas variáveis de forma 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 pagamento de imposto sobre essa perda.

No entanto, o fundo pode fazer o mesmo investimento, mas contratar uma operação de swap com a compra de ativo em USD, que servirá para trocar a variação do dólar para o iene.

Nesse caso, a contraparte está no exterior. Se houver a mesma perda (uma queda de 10% do iene versus o dólar), há a obrigação de remeter o montante perdido ao exterior para pagamento da contraparte. A Receita Federal interpreta que a remessa não é perda, e sim rendimento e, nessa situação, há incidência de imposto com alíquota de 15%.

Sendo assim, nossa sugestão é que as remessas ao exterior feitas em decorrência de perdas em operações de swap detidas nas carteiras dos fundos não sejam tributadas.

Ampliação dos limites de investimento das instituições de previdência complementar e seguradoras



Soluções

- Aumento do percentual de investimento
- Permissão para aporte em fundos fechados sem histórico de performance, respeitando regras de governança, e alocação em FIPs que invistam no exterior

As EFPCs (Entidades Fechadas de Previdência Complementar) podem destinar até 10% dos seus recursos para investimentos no exterior, com algumas restrições⁴. Com foco na evolução da indústria e na necessidade de maior diversificação, nossas propostas se assemelham às feitas para os fundos de investimento:

- Aumentar o percentual máximo para investimento dos recursos garantidores de cada plano no segmento exterior;
- Flexibilizar a atual regra que diz que só podem ser objeto de investimento por EFPCs os fundos constituídos no exterior com histórico de performance superior a 12 meses, desde que cumpridas as regras de governança (fundos de gestores em atividade há mais de cinco anos e com patrimônio administrado superior a US\$ 5 bilhões), uma vez que esse tipo de investimento só seria possível no

início dos fundos para algumas classes de fundos fechados;

- Permitir o aporte em FIPs (Fundos de Investimento em Participação) que invistam no exterior, desde que respeitados os limites de concentração que não comprometam a natureza dos ativos garantidores.

Já as EAPCs (Entidades de Previdência Complementar Abertas) e seguradoras podem aplicar até 10% de suas reservas em ativos sujeitos à variação cambial⁵. A sugestão é aumentar esse teto, o que tornaria os fundos de previdência complementar abertos mais atrativos. Para as seguradoras e resseguradoras, seria possível elevar o retorno e ampliar a proteção por diversificação de portfólio de suas reservas técnicas.

4. Resolução CMN 4.661

5. Resolução CMN 4.444

Regulamentação do intermediário financeiro internacional no Brasil



Solução

Normatização do processo de intermediação

Intermediários não residentes só podem prospectar investidores e ofertar alternativas de investimento⁶ no Brasil se tiver registro na CVM ou se contratar uma instituição local para conduzir o processo por aqui.

A oferta dos serviços de intermediação no exterior por meio da contratação de instituição autorizada no Brasil é possível, mas ainda necessita maior orientação ou regras específicas por meio da formalização da figura do introducing broker no país.

Foram identificadas boas práticas para direcionamento do cliente local ao intermediário internacional. Confira algumas delas:

- Encaminhamento do investidor ao intermediário não residente após análise individual de objetivos, considerando perfil de risco adequado;

- Avaliação da demonstração de interesse no veículo ou ativo pelo próprio investidor, sempre que houver;
- Transparência na comunicação ao investidor sobre os riscos, proteções disponíveis e fluxo operacional com o intermediário internacional;
- Intermediário local e não residente fazem análises do investidor de maneira independente, usando metodologias próprias, e não compartilham informações entre si;
- Definição de requisitos mínimos para os profissionais envolvidos na condução do investidor local, como proficiência em inglês e certificações.

Na nossa visão, o intermediário local deve sempre verificar a regularidade do intermediário não residente em seu país de origem e manter o cadastro dos investidores indicados enquanto permanecerem como seus clientes.

6. Parecer de Orientação CVM 33/05

Equiparação tributária para pessoas físicas investindo no Brasil e no exterior



Solução

Harmonização do regime fiscal entre investimentos no Brasil e no exterior

Atualmente, há diversas assimetrias entre investimentos na mesma categoria de produtos no Brasil e no exterior. As sugestões buscam harmonizar as alíquotas e a possibilidade de compensação de perdas e ganhos no exterior, em linha com o que já é permitido no Brasil.

Renda fixa

Os investimentos em renda fixa no Brasil e no exterior são calculados de forma diferente, como mostra a tabela⁷ a seguir. A proposta é uniformizar as regras tributárias para aplicações

da mesma classe. O ideal seria a definição de uma alíquota única para o mesmo tipo de modalidade, facilitando o recolhimento pelo investidor.

Tributação dos rendimentos provenientes de investimentos no Brasil:

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

Tributação dos rendimentos provenientes de investimento no exterior:

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%

7. Decreto Lei 1.705/79 e IN RFB 1.500/14

Renda variável

A tributação dos investimentos em renda variável nos mercados nacional e internacional não é uniforme, e a regra de tributação por ganho de capital impede o investidor de compensar perdas e ganhos em negociações de ações⁸.

Além disso, se um investidor comprar ativos internacionais negociados no Brasil (BDRs, ETFs – Exchange Traded Funds e títulos de dívida de emissão internacional), paga alíquota de imposto

de 15%. Esse percentual pode subir até 22,5%, se aplicar diretamente no ativo no exterior.

Novamente, modalidades iguais são tratadas de forma tributária diferenciada. Sugerimos a harmonização das regras para investimento em ações ou fundos no Brasil e no exterior, bem como a criação de mecanismos de compensação de perdas e ganhos⁹.

Classe	Ativos e fundos no exterior	Ativos e fundos nacionais	
Ações	Ganho de capital Isento até R\$ 35 mil 15% até R\$ 5 milhões 17,5% até R\$ 10 milhões 20% até R\$ 30 milhões 22,5% acima de R\$ 30 milhões	Ativos	Isento até R\$ 20 mil 15%
		Fundos	15%

8. Lei 9.250/95; Lei 11.033/04; Lei 8.981/95; IN RFB 1.455

9. Como já previsto para operações de renda variável na regulação nacional (§ 1º, art. 841, do Decreto 9.580/18)

Dividendos

O mesmo tipo de discrepância de alíquota acontece na tributação de ganhos com dividendos¹⁰. Caso exista tratado de bitributação entre os países, será possível a compensação do imposto pago no exterior, se aplicável.

Hoje, a legislação brasileira considera que os dividendos são isentos de tributação porque o lucro da empresa já teria sido tributado. O fato

de a companhia 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.

A solução é, novamente, uniformizar os dispositivos, isentando a tributação dos dividendos provenientes do exterior, o que já ocorre atualmente para os recebidos de empresas nacionais.

Classe	Ativos e fundos no exterior	Ativos	
Dividendos	Tabela regressiva (Carnê-Leão) Isenta até R\$ 1.903,98 7,5% a 27,5%: a depender da base do cálculo	Ativos	0%

10. Lei 9.249/95, IN 1.500/14, art. 53

DESCOMPLICANDO 04 O INVESTIMENTO ESTRANGEIRO NO BRASIL



Uma das principais constatações sobre internacionalização é a necessidade de um novo modelo de acesso ao mercado de capitais brasileiro para estrangeiros. Nele, deve prevalecer a simplicidade e a busca pela convergência com as melhores práticas internacionais. Fazer somente ajustes nos mecanismos atuais pode ser insuficiente para atrair os investidores.

O Projeto de Lei 5.387/19, apresentado pelo BC (Banco Central) para modernização do mercado de câmbio, é um passo inicial importante no sentido de fomentar as necessárias evoluções na economia e melhorar as condições para a internacionalização do mercado brasileiro. O projeto foi baseado em três pilares: consolidação das normas, modernização do cenário brasileiro, e simplificação das exigências proporcionais a riscos e valores.

Dos três quesitos, a simplificação tem especial importância para as soluções apresentadas neste relatório. Exigir os mesmos cadastros, processos

e obrigações de um investidor de pequeno porte e do institucional representa uma desconexão com o mundo atual, onde impera a busca por praticidade e facilidade para diversificar carteiras.

Para delinear as soluções aqui apresentadas, foram mapeados os principais problemas nas atuais estruturas de acesso do investidor estrangeiro ao mercado local. Também analisamos as práticas de países referência, tanto desenvolvidos (Estados Unidos, Reino Unido, Luxemburgo e Hong Kong), quanto em desenvolvimento, que podem competir com o Brasil pelo capital internacional (México e Chile).

Análise e soluções

A estrutura do mercado brasileiro conta com uma série de funções que poderiam ser consolidadas ou substituídas por processos já previstos na legislação. Essas mudanças reduziriam o número de obrigações, profissionais envolvidos e custos para o INR (investidor não residente).

Atualmente, todo investimento do não residente

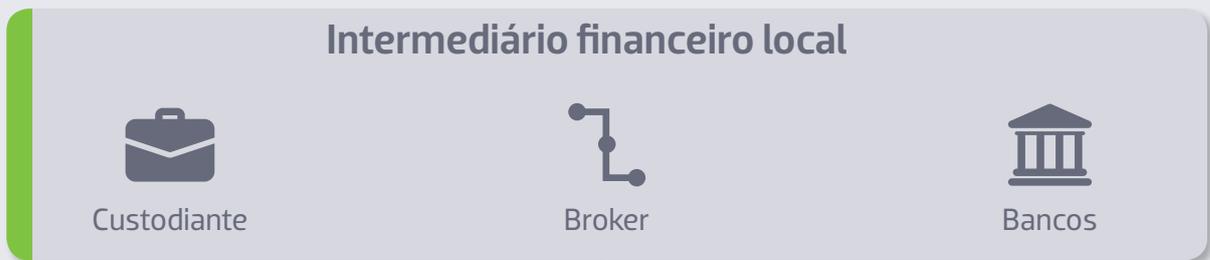
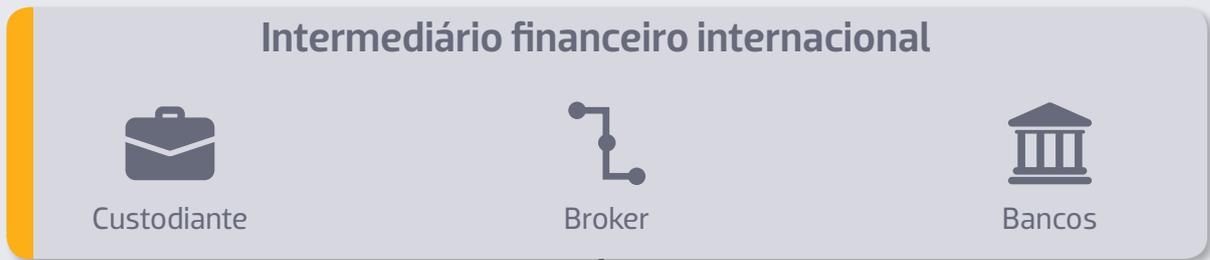
no mercado brasileiro, inclusive a partir de contas em moeda nacional de residentes, seja ele domiciliado ou com sede no exterior, deve respeitar a Resolução BC 4.373, que reúne as regras para esse tipo de investidor. Outras normas foram editadas posteriormente para definições de itens pontuais. A figura na próxima página mostra a atual estrutura.



País estrangeiro



Brasil



- ⚠ Problemas**
- Limitação de portfólio
 - Câmbio simbólico
 - Armazenamento de documentação
 - Ausência de benefício fiscal

- ⚠ Problemas**
- Câmbio simbólico
 - Múltiplos órgãos reguladores
 - Armazenamento de documentação
 - Insegurança jurídica
 - Custo alto
 - Grandes investidores (**)
 - Swift



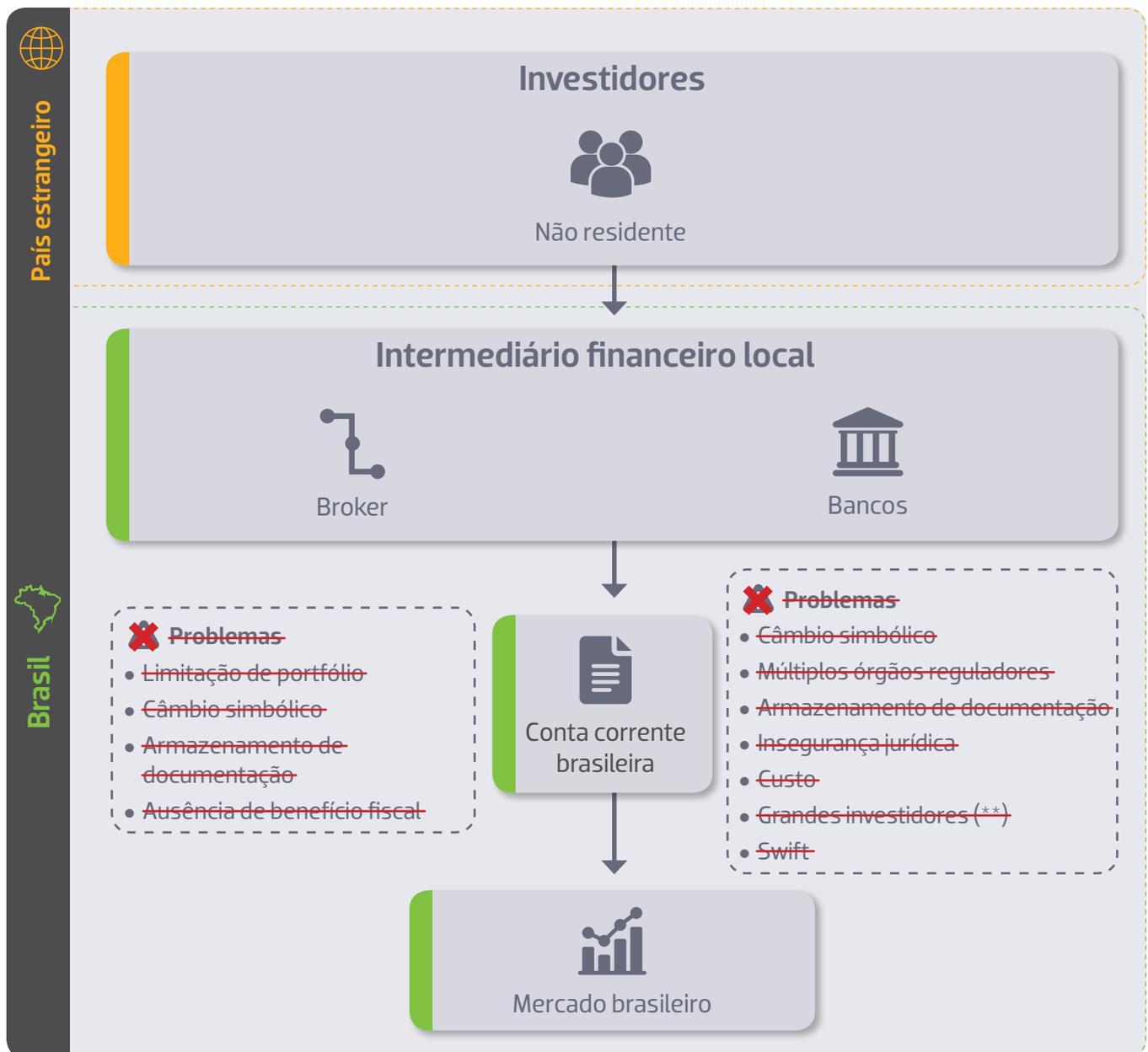
(*) Limitado a CDB e poupança.

(**) A maioria dos bancos recusa pequenas operações devidos aos custos das operações completa

Fica claro que o caminho percorrido pelo INR até acessar o mercado nacional é extenso e burocrático. Tal investidor precisa ter três representantes (intermediário local, representante legal/fiscal e custodiante), cadastrar-se em três órgãos (CVM, BC e Receita Federal) e trilhar uma longa jornada para aportar

recursos no mercado local.

A proposta foca na simplificação da estrutura e na maior fluidez no processo de entrada desse investidor. A figura abaixo mostra como ela ficaria, considerando a implementação das recomendações feitas neste estudo.



Nas próximas páginas, detalhamos as soluções possíveis de serem implementadas.

Equipar o tratamento do investidor não residente PJ ao PF



Solução

Tornar facultativa a contratação de custodiante local para PJ e transferir as responsabilidades ao intermediário local

A Resolução BC 4.852¹¹ desobrigou o investidor não residente PF, que faz operações mais simples que o investidor PJ, de contratar custodiante local. A Instrução CVM 505, por sua vez, permite que o intermediário internacional, respeitando exigências da regra, efetue diretamente as ordens em nome do cliente. Isso cria um canal direto de comunicação entre o mercado local e o INR, e possibilita que a operação aconteça de forma mais fluída e fácil.

Nenhum dos países analisados exige a figura do custodiante nos moldes do Brasil. Nesses mercados, a função é exercida pela instituição

financeira que fornece o serviço de intermediação e opera em nome do investidor, como o intermediário financeiro.

Assim como em diversos países (a exemplo dos benchmarks internacionais mapeados), a contratação do custodiante não é obrigatória e o próprio intermediário assume a responsabilidade de atender o INR.

Para que essa mudança aconteça, a lista de deveres do INR do art. 2º, Anexo I, da Resolução 4.373 precisaria ser ajustada.

11. Resolução 4.852 e ICVM 505 (artigo 2º, Anexo I)

Representação legal



Soluções

- Unificação de registros e criação de um cadastro único com todas as informações necessárias para os três órgãos (CVM, BC e RFB)
- Redução de funções executadas em duplicidade, mantendo apenas um prestador de serviços como responsável
- Utilização de carta rogatória e mecanismos de cooperação internacional para alcançar investidores estrangeiros em caso de crimes contra o sistema financeiro

O representante legal é a figura central na operacionalização do portfólio do INR, mas as transações são feitas por um intermediário local contratado. Nessa estrutura, algumas funções são executadas em duplicidade¹².

É papel do representante legal no Brasil as tarefas de fazer os registros na CVM, BC e Receita Federal, realizar o reporte periódico de informações e manutenção dos registros e receber em nome do investidor, citações e notificações em caso de crimes contra o sistema financeiro e outras demandas judiciais¹³.

Em outros países, algumas dessas funções são

exercidas pelo brokers, e as comunicações são centralizadas de forma a atender os diversos reguladores. A maior preocupação dos órgãos de controle é a realização de procedimentos de identificação do cliente, como AML – prevenção à lavagem de dinheiro, KYC – conheça seu cliente etc.

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.

12. Resolução 4.373, ICVM 560, IN RFB 1.585, Lei 8.981/95, Circular BC 3.689, ICVM 542 e ICVM 505

13. ICVM 460 e ICVM 505

Pensando em novos meios para que essas atividades sejam feitas, nossa sugestão foca em três pilares:

Unificação de registros

Propomos a criação de uma infraestrutura conectada que possa realizar um único registro, suficiente para alimentar a base de dados dos três órgãos (CVM, BC e Receita Federal).

Esse cadastro poderia ser feito por entidade centralizadora privada, em parceria com os órgãos reguladores ou alimentado pelos próprios investidores estrangeiros, contando com controles para assegurar a autenticidade das informações. Esse modelo removeria parte do ônus cadastral e traria maior confiança ao processo, uma vez que seria estabelecido e auditado pelos próprios órgãos reguladores.

Informações periódicas

Com exceção das informações cadastrais obtidas diretamente com o INR ou seu representante internacional, o intermediário local já é responsável por concentrar os dados das transações realizadas.

Uma vez que a maior carga operacional está concentrada nas constantes atualizações de informações do INR, ele deveria ser o responsável por realizar a atualização de forma centralizada, atendendo as demandas da CVM e do BC.

Outras responsabilidades

A possibilidade de crime financeiro por não residentes é um dos fatores que mais contribuem para a excessiva regulamentação para entrada de investimento estrangeiro. As autoridades buscam no representante legal um caminho para acessar o investidor infrator, enviando a ele notificações e citações em nome do INR.

Os países avaliados têm regulações e procedimentos de KYC e AML, conduzidos pelas instituições financeiras locais e internacionais, que fazem a intermediação entre o investidor e os mercados locais. Essa demanda não elimina totalmente a possibilidade de um crime ser cometido, mas reduz as chances de problemas futuros. Em caso de crime, os países utilizam instrumentos legais e/ou acordos de cooperação internacional com o país de residência do INR para alcançá-lo.

No Brasil, a forma convencional e instituída de citação de uma pessoa residente em outro país é a carta rogatória, disciplinada nos Códigos de Processo Civil e Processo Penal e na Resolução do STJ (Supremo Tribunal de Justiça). Apesar da emissão do documento ser um processo burocrático e custoso, seu uso e a desobrigação do representante legal torna o mercado local mais atrativo para o investidor internacional.

Comparativo internacional

Nenhum dos países analisados exige um terceiro representante específico, além do intermediário local, que opera em nome do cliente. As principais funções desempenhadas pelo representante legal brasileiro são realizadas, em outros países, pelos brokers ou por outros meios desenvolvidos pelas jurisdições.

No caso dos registros, a maior preocupação dos reguladores internacionais é a realização dos procedimentos de identificação dos clientes (KYC, AML etc.), sendo que a maior parte deles sequer exige registros ou o faz de forma centralizada. A prestação de informações também acontece de maneira centralizada pelo broker nos países estudados, como mostra a figura abaixo.

Maioria dos países analisados exige apenas a definição do intermediário local						
Achados nas regulações internacionais						
Responsabilidade de registro perante órgão regulador	✗	✗	✗	✗	✗	✗
Necessidade de registros em múltiplos órgãos reguladores	✗	✗	✗	✗	✗	✗
Necessidade de apresentação de informações periódicas para múltiplas entidade(s) regulatória(s)	✗	✗	✗	✗	✗	✗
	Divulgação centralizada					
Periodicidade de informação ao órgão regulador sobre contas e não residentes	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Anual	Somente caso exceda os limites	Anual	Anual	Anual	Anual
Agente responsável por receber citações, notificações e processar crimes	✓	✗	✗	✗	✗	✗
	Agente chileno é responsável	Agência interna + cooperação global	Cooperação global	Cooperação global, tratados e confisco de ativos	Cooperação global e garantias legais	Leis com efeito extraterritorial + cooperação global

Representação fiscal



Soluções

- Alternativas para diminuição do ônus da responsabilidade subsidiária
- Centralização da responsabilidade fiscal no intermediário local e somente em operações com autorrecolhimento de impostos
- Otimização do registro fiscal (CPF e CNPJ)
- Fim da diferenciação de regimes tributários para residentes em paraísos fiscais
- Adesão a sistemas de compartilhamento de informações internacionais para suprir demanda por dados pelos intermediários locais

O ambiente tributário brasileiro e, conseqüentemente, a representação fiscal são complexos, demandam altos níveis de controle e geram custos elevados para as instituições, que acabam sendo transferidos para os INRs (em forma de cartas de fiança ou garantias).

As incertezas nas interpretações legais são um entrave adicional que afasta os investidores estrangeiros do mercado local.

A solução para a reformulação do papel hoje exercido pelo representante fiscal está centralizada em quatro pilares.

Alternativas para a redução do ônus da responsabilidade subsidiária

A legislação¹⁴ atribui ao representante legal a responsabilidade subsidiária em caso de descumprimento da regulação fiscal, o que ressalta ainda mais o ônus da atividade. Os créditos tributários incidentes sobre aplicações no mercado local são, majoritariamente, recolhidos na fonte emissora.

Nesses casos, o representante fiscal fica responsável somente pelo recolhimento de impostos de investidores residentes em paraísos fiscais ou nas operações em que o INR seja

14. Lei 8.981/95

responsável pelo autorrecolhimento (compra e venda de ativos de derivativos de balcão e demais operações em que o não residente seja responsável pela retenção de impostos em nome de terceiros, por exemplo). Ele deve obrigatoriamente ser uma instituição financeira autorizada a funcionar pelo BC, o que torna a atividade excessivamente custosa.

A primeira proposta é proibir a realização de operações que exigem autorrecolhimento sem um representante fiscal. A contratação seria exclusiva às operações em que o INR é obrigado a demonstrar e pagar o tributo em nome próprio ou de terceiros. Em linhas gerais, as operações de alienação de títulos e valores mobiliários fora do mercado organizado – em que o comprador também é um INR (ambiente de bolsa), haja vista que o INR já tem isenção fiscal em bolsa – estariam sujeitas à definição de representante fiscal que faça os devidos recolhimentos perante as autoridades fazendárias.

Caso a contratação seja necessária, a sugestão é permitir a atuação de escritórios de assessoria contábil ou fiscal para recolhimento de impostos e registros nas autoridades, à semelhança do que os investidores locais fazem, o que reduziria ainda mais os custos para o INR.

A segunda solução é centralizar a responsabilidade fiscal no intermediário local, que já é quem realiza as ordens de compra e venda e concentra as informações necessárias para

atender as demandas regulatórias. Isso daria maior segurança à realização do recolhimento, bem como simplificaria ainda mais a estrutura de investimento por não residentes.

Para INRs que usem mais de um intermediário local, é necessário ter controles adequados que permitam a troca de informação entre si, evitando que o benefício fiscal para o investidor estrangeiro seja perdido.

Registro fiscal facultativo

O representante fiscal também é responsável pelo cadastro na Receita Federal (CPF e CNPJ) de pessoas e entidades que queiram investir no país. O registro destina-se à emissão de guia de recolhimento de tributos e alimentação da base de dados da Receita Federal.

Ele é utilizado quando há necessidade de emissão de guia de recolhimento de tributos ou para acompanhamento estatístico das autoridades fazendárias. A sugestão é que o registro seja obrigatório apenas para investidores estrangeiros que pretendam realizar operações com autorrecolhimento de impostos.

Outra sugestão é que o intermediário local, que já tem a responsabilidade pelo registro e manutenção de cadastro e portfólio do INR na CVM e no BC, assumam também a responsabilidade pelo registro e demais obrigações com a autoridade fiscal.

Fim da diferenciação de regime tributário para residentes em paraísos fiscais

O regime especial de tributação¹⁵, com isenções e reduções de alíquotas, é um dos maiores benefícios para os investidores estrangeiros. Mas aqueles domiciliados em paraísos fiscais, além de obrigatoriamente estarem submetidos a todo o processo de registros e contratação de representantes, estão impedidos de usufruir das vantagens tributárias – isenções e alíquotas reduzidas. Isso torna o mercado de capitais brasileiro pouco atraente para eles.

A proposta é que os residentes em paraísos fiscais sejam incluídos no escopo do regime especial de tributação. A sugestão está em linha com a criação do Ato Declaratório Interpretativo 5, de 2019, cujo entendimento é que o que define a origem do investimento é aquele que investe diretamente no país, ou seja, independe se o beneficiário final tem domicílio em país considerado paraíso fiscal.

A mudança eliminaria também a insegurança jurídica relacionada a reclassificações periódicas da lista de países considerados paraísos fiscais.

Adesão a sistemas de compartilhamento de informações internacionais

É grande a discussão em torno da definição do conceito de beneficiário final e da dificuldade

operacional para obter as informações no nível de granularidade e atualização exigido. Os debates vêm evoluindo, mas ainda é preciso definições claras nas normas para maior segurança jurídica.

Nossa proposta é eliminar a responsabilidade de apresentação das informações sobre os beneficiários finais pelos intermediários locais¹⁶. Isso porque as principais funções desse processo – facilitar a avaliação para prevenção à lavagem de dinheiro e identificar investimentos de brasileiros em estruturas offshore – podem ser supridas por mecanismos e processos existentes na regulação local.

Um exemplo são as Instruções CVM 505 e 560, que ratificam que o intermediário local deve zelar pela integridade das informações de seus clientes, que assume o dever de apresentar os documentos necessários para sua identificação, seguindo os critérios de compliance da regulação.

Outro processo já existente é a identificação de brasileiros que investem em estruturas offshore. Hoje, esses dados podem ser obtidos pelas autoridades por meio de acordos de compartilhamento de informações internacionais, como o Fatca¹⁷ e o CRS¹⁸.

15. Seção II, capítulo III, da IN RFB 1.585 e na seção IV da Lei 8.981/95

16. Na forma estabelecida no capítulo IV da IN RFB 1.863

17. Fatca: lei americana contra evasão fiscal, que demanda reporte das instituições financeiras estrangeiras para a IRS, a Receita Federal norte-americana, sobre contas mantidas por contribuintes dos Estados Unidos

18. CRS: modelo de troca de informações tributárias e financeiras entre diferentes países

Fim do câmbio simbólico



Solução

Eliminação do câmbio simbólico e centralização dos registros no RDE-Portfólio

A cada mudança no portfólio, o investidor estrangeiro é obrigado a fazer uma operação de câmbio conhecida como simbólico ou simultâneo. A transação não implica troca de moeda ou fluxo financeiro, mas tem a função de alimentar as bases de dados do BC. Nenhum dos países avaliados para este estudo exige qualquer procedimento equivalente.

Essa operação gera burocracia e retrabalho para o investidor e pode ser eliminada com a utilização dos dados já registrados no RDE-Portfólio¹⁹, 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 por todos os órgãos reguladores interessados como fonte central de informações, o que resultaria em uma grande evolução no caminho da unificação dos registros.

A centralização não traz prejuízos às estatísticas das autoridades. É preciso apenas definir a periodicidade de atualização, sendo recomendado prazo mais longo, com foco na redução dos custos de observância.

19. Sistema provido pelo BC para o registro dos capitais estrangeiros no país. O RDE-Portfólio permite o registro, especialmente, de investimentos estrangeiros nos mercados financeiro e de capitais, fundos de investimento e DRs (Depository Receipts)

**Medidas para facilitar o acesso ao mercado internacional pelo investidor local**

Solução	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 para investimento estrangeiro.
Tributos pagos no exterior pelos fundos de investimento	Possibilitar a compensação de impostos pagos no exterior 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.
Equiparação tributária	Propor harmonização tributária aos investidores locais no investimento em ativos locais ou no exterior.

Medidas para facilitar o investimento estrangeiro no país

Solução	Descrição
Fim do câmbio simbólico	Eliminar as operações de câmbio simbólico para troca de portfólio (investimento renda fixa para renda variável, por exemplo).
Equiparação do tratamento do investidor não residente PJ ao PF	Remover da lista de obrigações a contratação de custodiante específico para o investidor estrangeiro, atribuindo caráter opcional, cumulada com a consolidação de responsabilidades do intermediário local (broker, por exemplo).
Representação legal	<p>Propor alternativas para o cumprimento das funções relacionadas à atividade de representação legal, sendo elas:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Realização dos registros nos órgãos competentes (Receita Federal, CVM e BC) – registro unificado e sob responsabilidade do intermediário financeiro. ● Envio de informações periódicas: documentação e registro dos portfólios podem ser feitos de forma unificada e sob responsabilidade do intermediário financeiro, como fonte primária dessas informações. ● Recebimento de intimações em caso de crime financeiro: utilização de carta rogatória e mecanismos de cooperação internacional para alcançar os investidores estrangeiros infratores.
Representação fiscal	<p>Remodelar as funções relacionadas à atividade de representação fiscal com a modificação de funções, como:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Alternativas para a redução do ônus da responsabilidade subsidiária, uma vez que se propõe o fim da responsabilidade criminal. ● Centralizar a responsabilidade fiscal no intermediário local nas operações de autorrecolhimento. No caso das isentas ou com imposto retido na fonte, é facultativa a contratação de representante fiscal. ● Registro fiscal facultado àqueles que realizem operações que demandam o autorrecolhimento de impostos. ● Fim da diferenciação de regimes tributários para residentes em paraísos fiscais. ● Ampla adesão e utilização dos sistemas de compartilhamento de informações internacional (Fatca/CRS) para suprir as necessidades de apresentação de informações pelos intermediários locais.

ANEXO:

06 MELHORES PRÁTICAS INTERNACIONAIS



Para facilitar a visualização das diferentes exigências regulatórias, operacionais e fiscais entre os países analisados, elaboramos quadros para apresentar suas posições quanto a diversas características.

Legendas

Registro	Operações	Tributário	Câmbio / Moeda	Regulatório	Desfavorável	Indiferente	Favorável	Indefinido

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

Principais práticas de entrada do investidor estrangeiro



Registro

Registro gratuito

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

Taz ID online fácil

Permite que o procedimento seja 100% online, por meio do site.



Operacional

Recursos de fluxo livre

Possibilidade de realocar recursos não só para alterar a carteira de investimentos, mas também para utilizá-los 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 corretora/distribuidora.

Sem câmbio simbólico

Aplica outros controles para cumprir as estatísticas do BC.



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

Metodos 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

Processo 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 outros países com o objetivo de expandir a presença em outros mercados.

Principais práticas de saída do investidor estrangeiro



Registro

Limite para registro

BC aumentou, recentemente, o limite para US\$ 1 milhão – antes era US\$ 10 mil.



Operacional

Troca automática de informações

Há uma troca automática de informações de contas financeiras entre instituições financeiras e autoridades locais – com uso de tecnologia, como blockchain, para facilitar o processo.

Acesso fácil ao mercado de capitais mundial



Sistema integrado de instrumentos financeiros em 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 no 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.



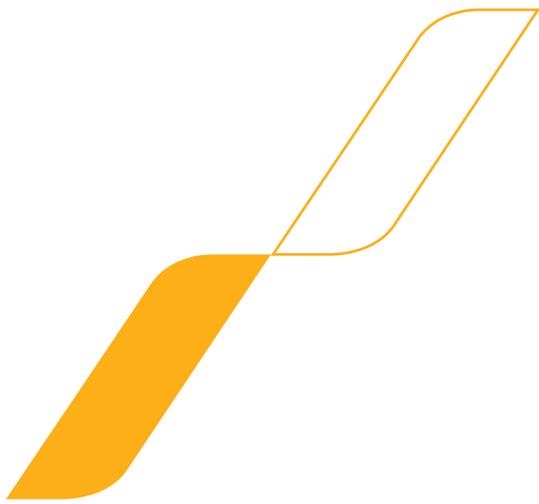
Regulatório

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

Redação

Heloiza Canassa

Edição

Paula Diniz

Projeto gráfico

Tiago Tepassé

Consultoria

PwC



ANBIMA

www.anbima.com.br