

### 3 CONTROLES DE CAPITAIS NO BRASIL

A legislação cambial e de controles de capitais no Brasil é altamente complexa e confusa, misturando normativos da Era Vargas com determinações modernas. Até os dias de hoje a regulação cambial é considerada um entrave ao movimento de capitais em virtude de sua complexidade, e a reforma das regulações cambiais é uma das mais importantes para a continuidade do desenvolvimento e aperfeiçoamento do mercado financeiro brasileiro.

O marco legal referente às operações de câmbio e aos capitais estrangeiros determina os seguintes principais pontos: curso forçado da moeda nacional, ou seja, o Real é a única moeda de transação legal no país; obrigatoriedade de ingresso no país de recursos captados no exterior ou para fins de que trata a Lei 4131/62<sup>21</sup>; obrigatoriedade da cobertura cambial das exportações, isto é, as receitas provenientes do comércio exterior têm de ser internadas no país; e vedação a compensações privadas de câmbio, ou seja, o BC tem o monopólio das operações de câmbio.

Em março de 2005, o Conselho Monetário Nacional (CMN) editou algumas simplificações da legislação cambial com o intuito de desburocratizar e reduzir os custos de movimentação de capitais com o Brasil. Mas não alteraram o marco legal, isto é, não modificaram nenhuma lei, apenas foram editadas novas resoluções do CMN. As medidas fazem parte de um processo de liberalização e correção das assimetrias da legislação que rege as operações cambiais com o exterior, o qual está sendo efetuado pelo Banco Central há alguns anos. Entre as principais medidas estão: a unificação dos mercados de câmbio de taxas Livres (MCTL) e de taxas Flutuantes (MCTF), pois o Brasil ainda tinha juridicamente sistema de taxas de câmbio múltiplas; a permissão de remessas diretas para o exterior sem precisar passar pelas contas CC-5<sup>22</sup>; flexibilização

---

<sup>21</sup> A lei 4131 de 1962 regula os capitais estrangeiros no país.

<sup>22</sup> “CC-5” são as contas bancárias de não-residentes no Brasil criadas pela Circular nº 5 do Banco Central em 1969. Os recursos deste conta tinham livre acesso ao MCTF para converter o câmbio e remeter as

do prazo para internação de divisas provenientes de exportação; e a permissão de Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC) para exportação de serviços.

A unificação dos mercados de câmbio de taxas flutuantes e livres é um passo importante, pois acaba com o regime de taxas de câmbio múltiplas que existia *de jure* no Brasil, reduzindo as incertezas jurídicas que rondam nossa legislação cambial. E ainda, reduz custos referentes às diferenças burocráticas e de liquidez entre os dois mercados. O MCTL era para transações comerciais, interbancárias e todas as operações sujeitas a registro no BC (investimento estrangeiro, empréstimos etc) e exigia uma documentação mais detalhada, porém o mercado tinha maior liquidez. O MCTF era para viagens internacionais, serviços e transferências internacionais de Reais (as famosas remessas via CC-5) e exigia uma documentação mais simples, mas o mercado tinha menos liquidez, o que afetava a cotação da taxa de câmbio. No início da década de 1990 o ágio no MCTF chegava a mais de 6%.<sup>23</sup> Com a unificação, todas as transações serão feitas sob um mesmo conjunto de regras e acaba com as distorções da segmentação de mercados.

A permissão de remessas para o exterior sem a intermediação das contas CC-5 também foi um grande passo para redução de custos e aumento da transparência nas transações financeiras internacionais. Antes das novas medidas, para enviar dinheiro para o exterior o residente tinha de depositar o montante na conta CC-5 da instituição financeira, que então era transferido para a conta corrente do banco ainda no Brasil. E aí sim o banco efetuava a compra dos dólares via MCTF e os emitia para o exterior. Neste processo a CPMF<sup>24</sup> incidia duas vezes: ao efetuar o depósito na CC-5 e ao converter o dinheiro para dólares. Com a nova regra, o residente faz a remessa direto pelo banco, sem ter que depositar na CC-5 e, portanto, economiza uma CPMF. Além da redução do custo de transação, o novo modo ainda aumenta a transparência à medida que todas as transações serão cadastradas no Banco Central, inclusive as inferiores a US\$10mil, as quais não eram cadastradas se fossem remetidas via CC-5.

---

divisas para o exterior. Permitia-se ainda remessa de terceiros por esta conta. Assim, era o meio de conversibilidade disponível para os não-residentes e para os residentes!

<sup>23</sup> Franco e Pinho-Neto [2004] ressaltam que o MCTF era utilizado pelas transferências internacionais via CC-5, e assim, este ágio de cerca de 6% era visto pelo governo ao redor de 1992 como um “imposto” natural a ser pago por este capital que queria deixar o país. A segmentação entre o MCTL e MCTF ainda era visto como um opção de política econômica, caso fosse necessário adotar medidas extremas de controles de capital. É um exemplo típico da incerteza jurídica que ronda nossa legislação cambial.

Em termos das regras para exportação, pouco foi feito. Como as medidas não alteraram o marco legal, a cobertura cambial das exportações ainda é obrigatória, ou seja, os recursos provenientes do comércio exterior têm de retornar ao Brasil. Ao mesmo tempo, a legislação permite que este dinheiro seja remetido para fora imediatamente após ter retornado ao país. Assim, esta obrigatoriedade apenas implica em aumento de custo de transação, caso o exportador queira manter sua receita no exterior. No entanto, a nova medida permite um prazo mais flexível para o exportador. Agora pode-se esperar até 210 dias após o embarque da mercadoria para internar as divisas recebidas. Outra novidade é a permissão de Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC) para exportação de serviços. Isto é positivo à medida que abre uma linha de financiamento para este tipo de comércio internacional.

Alguns artigos da literatura econômica abordam o emaranhado da legislação cambial e de capitais estrangeiros no Brasil: Franco [1990], Cardoso e Goldfajn [1997], Garcia e Barcinski [1998], Garcia e Valpassos [2000], Arida [2003], Franco e Pinho-Neto [2004] e Goldfajn e Minella [2005]. Os Boletins anuais do Banco Central do Brasil também abordam a questão ao discutir política cambial, e resumem as ações legais da instituição, do CMN e do Ministério da Fazenda ao longo de cada ano. Nesta seção, pretendemos dar um panorama desta legislação a fim contextualizarmos a discussão da eficácia dos controles de entrada de capitais. O Apêndice 3 expõe detalhadamente as modificações na legislação cambial entre 1996 e 2004. Para maiores detalhes, o leitor também pode recorrer às publicações supramencionadas.

Boa parte da legislação cambial vigente tem mais de 60 anos. A estabilidade das regras cambiais pode ser atribuída apenas para o investimento direto, como ressalta Franco e Pinho-Neto[2004]. Os controles cambiais não incidiram sobre esta classe de investimento. No entanto, os fluxos financeiros e os de comércio internacional foram demasiadamente controlados.

Em 1931, pelo decreto 20.451/31, foi concedido o monopólio das operações de câmbio ao Banco do Brasil e foi fixada a chamada “Centralização Cambial”. O decreto

---

<sup>24</sup> Contribuição sobre movimentação financeira.

25.258/33 consolidou as normas cambiais e definiu o paradigma de “operação de câmbio ilegítima” como aquela feita fora do estabelecimento monopolista ou posteriormente pelo que foi definido como estabelecimentos autorizados pelo detentor do monopólio. Hoje o detentor é o Banco Central do Brasil. Este decreto 25.258/33 ainda está em vigor e é o que determina que “são passíveis de penalidades as sonegações de cobertura nos valores de exportação bem como o aumento de preços de mercadorias importadas, para obtenção de coberturas indevidas”. Portanto, hoje em dia esta norma de 1933 que obriga os exportadores a converter para moeda nacional sua receita com vendas para o exterior e puni o superfaturamento de importações e o subfaturamento de exportações. O prazo para internação de divisas de exportação variou diversas vezes. Como mencionamos, em março de 2005, expandiu-se o prazo para 210 dias após o embarque, frente aos 180 dias que eram exigidos (Resolução 3266/05).

A consolidação das normas sobre capitais estrangeiros no Brasil veio com a Lei 4.131 de 1962, que ainda vigora até os dias de hoje. Como ressalta Franco e Pinho-Neto [2004], “leis posteriores atenuaram algumas arestas mais proeminentes da lei 4.131/62”, mas a autoridade cambial ainda detém forte poder discricionário para impor ou reverter medidas restritivas no fluxo cambial.

Em linhas gerais, a legislação atual ainda permite facilmente ao CMN estipular medidas de controles de fluxos de capitais estrangeiros. Um exemplo é o conjunto de medidas restritivas permitidas de serem tomadas em um episódio de “urgência cambial”, como definido pelo artigo 28 da Lei 4.131/62. Pode-se recorrer, por exemplo, a controles de saída de capitais e centralização cambial, com simples decisões administrativas. Este é um exemplo de incerteza jurídica brasileira, tão assinalada por Bacha, Arida e Rezende [2003] como um dos principais determinantes do risco Brasil.

#### Lei 4.131/62 Art.28

*“Art. 28 - Sempre que ocorrer grave desequilíbrio no balanço de pagamentos, ou houver sérias razões para prever a iminência de tal situação, poderá o Conselho Monetário Nacional impor restrições, por prazo limitado, à importação e às remessas de rendimentos dos capitais estrangeiros e, para este fim, outorgar ao Banco do Brasil monopólio total ou parcial das operações de câmbio.*

*§ 1º - No caso previsto neste artigo, ficam vedadas as remessas a título de retorno de capitais e limitada a remessa de seus lucros, até 10% (dez por cento) ao ano, sobre o capital e reinvestimentos registrados na moeda do país de origem, nos termos dos arts. 3º e 4º desta Lei.*

§ 2º - Os rendimentos que excederem a percentagem fixada pelo Conselho Monetário Nacional, de acordo com o parágrafo anterior, deverão ser comunicados ao Banco Central do Brasil, a qual, na hipótese de se prolongar por mais de um exercício a restrição a que se refere este artigo, poderá autorizar a remessa, no exercício seguinte, das quantias relativas ao excesso, quando os lucros nele auferidos não atingirem aquele limite.

§ 3º - Nos mesmos casos deste artigo, poderá o Conselho Monetário Nacional limitar a remessa de quantias a título de pagamentos de "royalties" e assistência técnica, administrativa ou semelhante até o limite máximo cumulativo, anual, de 5% (cinco por cento) da receita bruta da empresa.

§ 4º - Ainda nos casos deste artigo, fica o Conselho Monetário Nacional autorizado a baixar instruções limitando as despesas cambiais com "Viagens Internacionais".

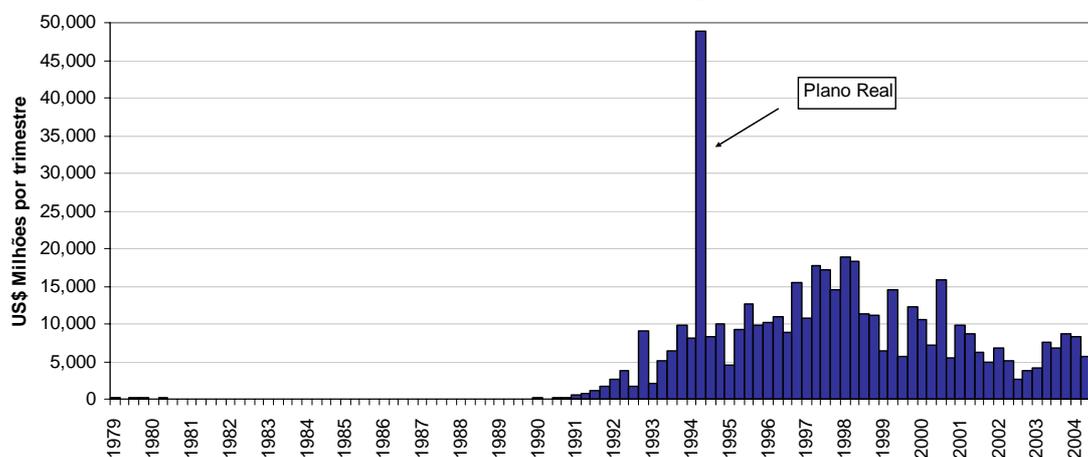
§ 5º - Não haverá, porém, restrições para as remessas de juros e quotas de amortização, constantes de contratos de empréstimo, devidamente registrados.”

Até os anos 1980, a legislação cambial focava principalmente a saída de divisas, em um ambiente de restrita abertura da conta de capitais. Permitia-se apenas a saída de capitais estrangeiros que havia comprovadamente entrado no país e taxava-se remessas de lucros e dividendos. Com a crise de dívida de 1980, os fluxos de capitais internacionais não se direcionavam à América Latina e, então, apenas a saída e não a entrada de divisas necessitava de contenção a fim de restringir a conta de capitais.

A partir de 1987, e principalmente após 1994 com a instituição do Plano Real, uma diretriz de liberalização da conta corrente e da conta de capitais foi adotada pelo governo brasileiro. No início dos anos 1990 os influxos financeiros aumentaram e com a estabilização da economia na segunda metade da década e a volta do Brasil ao mercado de dívida externa, a entrada de capitais se acentuou fortemente. O gráfico 15 mostra a evolução do influxo de investimento estrangeiro em *portfólio*.

**Gráfico 15**

**Entrada de Investimento Estrangeiro em Carteira**



Portanto, o fluxo financeiro para o Brasil se consolidou após a conclusão da renegociação da dívida externa brasileira em 1994, em linha com os moldes do Plano *Brady* de diversos países da América Latina, e com a implementação do Plano Real que estabilizou a inflação brasileira.

O aumento de influxo de capitais que se iniciou no final de 1991 trouxe problemas para a gerência macroeconômica do país. A abundância de entrada de divisas leva à pressão de apreciação e de volatilidade da taxa de câmbio e/ou acumulação de reservas internacionais e conseqüente aumento da dívida pública em função da esterilização da intervenção no mercado cambial. E ainda, na época grande parte do capital que entrava era de curto prazo. Este tipo de investimento costuma ser revertido rapidamente e a mínimos sinais de menor rendimento. Portanto, aumenta a probabilidade de *sudden stop*, além de ocasionar maior volatilidade na economia. Em regimes de câmbio flutuante a volatilidade advém dos movimentos na taxa de câmbio, e num regime de câmbio fixo dos movimentos das taxas de juros. Mas quando se tem um regime de câmbio fixo, mas precisa-se de independência de política monetária, ou seja, é necessário usar a taxa de juros como instrumento para conter a demanda agregada, apenas a acumulação de reservas e/ou imposição de controles de capitais podem evitar a apreciação cambial pressionada por influxos de capitais. Este último *mix* de políticas que vigorou por maior parte dos anos 1990 para combater os períodos de excesso de entrada de divisas estrangeiras.

Na verdade, durante os anos 1990 alternou-se diversas vezes entre períodos de excesso de influxo, como entre 1992 e 1995, e depois entre 1996 até meados de 1997, e épocas de escassez de capitais externos durante as crises internacionais. (Crise do México em 1995, da Ásia em 1997, da Rússia e do Brasil em 1998 e 1999). Nos períodos de excesso de influxo, os controles de entrada de capitais foram impostos a fim de tentar evitar os capitais de curto prazo e amenizar os efeitos abundância de divisas, enquanto que em períodos de escassez os controles eram removidos a fim de atrair capitais para financiar o balanço de pagamentos brasileiro. Os controles de capitais foram, então, endógenos às condições de financiamento externo e à política monetária, como mostrou Cardoso e Goldfajn [1997].

Desde 1987, os investimentos estrangeiros em *portfólio* foram incentivados a entrarem no país por meio da Resolução 1289 do Banco Central do Brasil que isentava os investidores externos de imposto de renda em ganhos de capital no Brasil. O Regulamento Anexo IV a este normativo foi o canal mais utilizado pelos investidores a fim de investir no Brasil com isenções fiscais. O canal de investimento via o “Anexo IV” foi então extremamente utilizado pelos investidores estrangeiros. Contudo, para conter o excesso de influxos financeiros de curto prazo, o CMN proibiu em agosto de 1993 o investimento em títulos públicos por este canal. Na verdade, o intuito era proibir o investimento em renda fixa em geral, liberando apenas os investimentos no mercado de capitais. Mas diversas brechas na legislação permitiram a aplicação em renda fixa por este meio, como veremos na seção seguinte. Os investimentos em renda fixa oficialmente passaram a ter de entrar no país através de fundos específicos que estavam sujeitos à cobrança de IOF de 5% a 9%<sup>25</sup>. Essa foi uma das principais medidas de controle de entrada de capitais nos anos 1990, mas o mercado conseguiu diversas formas para elidi-las e ter ganhos com as altas taxas de juros de curto prazo sem ter de pagar IOF.

Em 1999, a Resolução 1289 foi revogada pela Resolução 2689 e retirou-se a cobrança de IOF nos investimentos em renda fixa. Mas até hoje o mercado se refere ao canal de investimento da Resolução 2689 atualmente em vigor como “Anexo IV”.

Hoje em dia a maior parte dos fluxos de capitais é registrada no sistema eletrônico do Banco Central, o RDE (*Registro Declaratório Eletrônico*)<sup>26</sup>, inclusive a maioria dos fluxos regidos pela Resolução 2689. O processo permite maior monitoramento e transparência dos movimentos financeiros. Apenas para investimentos em renda fixa de curtíssimo-prazo (menos de 90 dias) é cobrado IOF de 5%. Ainda há

---

<sup>25</sup> Em novembro de 1993 se estabeleceu a qualidade de Fundo Estrangeiro de Renda Fixa de Capital estrangeiro e cobrava-se IOF de 5%. Em outubro de 1994 o IOF foi elevado para 9%. Em março de 1995, em função do *Efeito Tequila* (Crise do México) reduziram o IOF para 5%, o qual foi elevado novamente em agosto do mesmo ano para 7%. Em abril de 1997 reduziram de 7% pra 2% e em março de 1999 para 0,5%. Em agosto de 1999 acabaram com este IOF, mas a reversão do investimento estava sujeita à obrigação de investir o capital pelo menos 1 dia na BOVESPA ou passar 15 dias sem remuneração. Para investimentos de menos de 90 dias, perdura até hoje um IOF de 5%.

<sup>26</sup> Há três divisões do RDE: IED, ROF e Portfólio. RDE-IED : Investimento estrangeiro direto; RDE-ROF: Registro de Operações Financeiras: Financiamento a Importação, Arrendamento Mercantil, Aluguel e Afretamento, Serviços e Tecnologia, Empréstimo em Moeda, Pagamento Antecipado de Exportação e Investimento em Bens; RDE-Portfólio: investimento em carteira.

as normas do Anexo V da Resolução 2689 sobre captação via *Depositary Receipts* (DR's), que é quando se emite ações de empresas brasileiras no exterior com uma contrapartida de ações no Brasil. Este fluxo não é registrado no RDE. Por último, até março de 2005 ainda havia o canal das contas de não-residente (CC-5) que também não era declarado no RDE e permitia também ingressar capital estrangeiro no país por este meio.

Os controles de entrada de capitais, ou melhor, os controles *ex-ante* à entrada de capitais, focaram nos anos 1990 principalmente limitar os influxos financeiros de curto prazo, restringindo o investimento em renda fixa e captações de empréstimos de curto prazo. Os influxos provenientes da exportação também foram altamente regulados. Como vimos, desde 1933 os exportadores são obrigados a internar suas receitas em moeda estrangeira em um prazo, que hoje, está em 210 dias. A contratação de Adiantamento de Contratos de Câmbio (ACC) para financiamento das exportações também é restrita até hoje em no máximo 360 dias de antecedência do embarque.

Baseado na metodologia de Cardoso e Goldfajn [1997] atualizamos os índices de controles de entrada e de saída de capitais até 2004. O artigo tinha o construído até 1996 e atualizamos para esta dissertação. A metodologia é simples e concerne em adicionar +1 à base do índice se for um controle que restringi o fluxo ou -1 se o liberalizar. A metodologia vale para o índice dos controles de entrada e de saída de capitais.

**Gráfico 16**

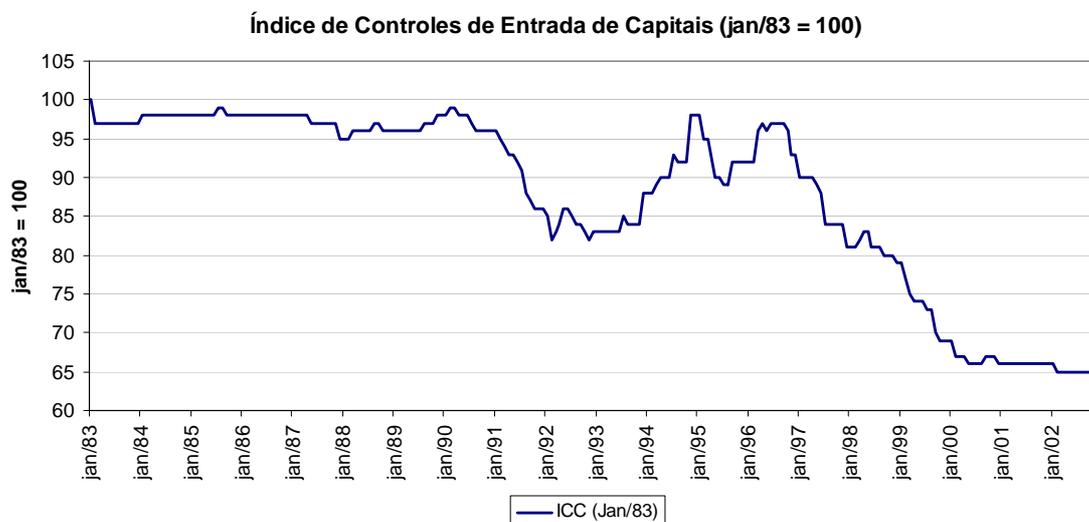
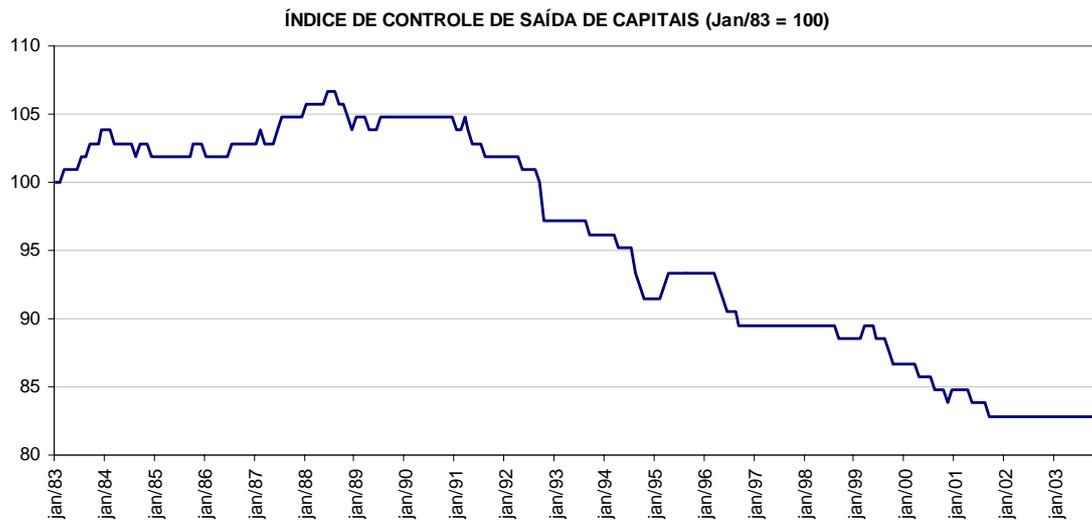


Gráfico 17



Nos gráficos 16 e 17 vemos claramente que no início dos anos 1990 há uma tendência de liberalização dos fluxos de saída e apenas a partir de 1997 há uma tendência de liberalização dos controles de entrada de capitais. Isto porque entre 1997 e 1999 houve a crise da Ásia, a crise da Rússia e a crise cambial brasileira. Então, não havia incentivos à imposição de controles de entrada de capitais. E partir de 1999, o Brasil implementou o regime de câmbio flutuante e definiu uma clara diretriz de liberalização da conta de capitais a fim de usufruir dos benefícios da poupança externa. Um exemplo foi em agosto de 1999 retirou-se a cobrança de IOF em investimentos estrangeiros de mais de 90 dias em títulos públicos domésticos, ou seja, retirou-se a restrição de aplicar em renda fixa via o canal do Anexo IV.

Na próxima seção, analisaremos casos de elisão dos controles de entrada de capitais no Brasil. Os controles de saída foram também bastante evadidos desde a década de 1980 pelos mercados de câmbio paralelos, mas não serão foco de nossa análise.

O ponto central é que as medidas de controles de entrada de capitais impostas são no máximo temporariamente eficazes em conter e selecionar influxos de capitais, à medida que os agentes financeiros conseguiram diversas formas para contorná-los. A lição é que em mercados financeiros abertos e desenvolvidos dificilmente controles de entrada de capitais serão eficazes dado que o mercado tem diversos ativos e operações

substitutas que podem trazer o retorno inicialmente almejado. Na próxima seção discutiremos alguns casos de elisão e na conclusão da seção abordaremos a migração característica do influxo de capitais entre as rubricas do Anexo IV a fim de evitar as restrições impostas ao investimento em renda fixa e aos prazos mínimos de captação externa.

### **3.1. CASOS DE ELISÃO DE CONTROLES DE ENTRADA DE CAPITAIS NO BRASIL**

A legislação cambial e de controles de capitais no Brasil, como ressaltamos na seção anterior, é bastante complexa e intrincada. No entanto, o mercado financeiro é bastante desenvolvido, principalmente na negociação de derivativos. A Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) de São Paulo, por exemplo, é um dos maiores e mais alavancados mercados de derivativos do mundo, sendo comparável com a *Chicago Mercantile Exchange*<sup>27</sup>. E ainda, há muita negociação de derivativos no exterior com ativos subjacentes brasileiros. Um exemplo é a negociação de contratos de NDF (*Non-Deliverable Forward*) da taxa de câmbio do Real contra Dólar Americano, em Nova York. Portanto, há um mercado para ativos financeiros brasileiros muito desenvolvido, o que proporciona diversos ativos substitutos, fazendo com que medidas de restrição ao capital sejam facilmente circundadas.

Durante a vigência da proibição aos investidores em aplicar em renda fixa no Brasil via o canal do Anexo IV da Resolução 1289 e cobrança de IOF entre 5% e 9%, entre 1993 e 1999, pôde-se observar inúmeros casos de elisão deste controle de capital. O mercado conseguiu diversos métodos para investir em renda fixa com os benefícios fiscais do Anexo IV, a custos adicionais muito baixos ou até mesmo nulos. Ainda hoje os investidores estrangeiros utilizam métodos para evitar o imposto de renda em retornos auferidos com renda fixa, que são superiores ao imposto sobre retornos no mercado acionário<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> Fratzscher e Valle [2002].

<sup>28</sup> Investidor estrangeiro não necessariamente é um não-residente no Brasil. As instituições financeiras brasileiras costumam ter empresas sediadas no exterior a fim de obter vantagens fiscais que são dadas ao capital estrangeiro e também para se resguardar do risco de fronteira, ou seja, de restrição à saída de capitais.

Nesta seção, relatamos diversos casos de elisão de controles de capitais no Brasil entre 1993 e 2000, ilustrando significativamente a dificuldade de implementação *de facto* dos controles de capitais. Vemos que a imposição *de jure* das restrições não foi eficaz neste período em conter os influxos de capitais que buscavam retornos de renda fixa de curto prazo com isenções fiscais, e também pouco eficaz para alongar o prazo de captação de empréstimos estrangeiros.

Garcia e Barcinski [1998] e Garcia e Valpassos [2000] já alertavam sobre o efeito da elisão dos controles de capitais em sua eficácia de restringir e selecionar fluxos financeiros, e relataram alguns modos utilizados pelo mercado para circundar os controles no Brasil. Garber [1998] também aborda o ponto, ressaltando a capacidade de elisão de controles com a utilização de derivativos no exterior. Simone e Sorsa [1999] avaliam que o controle de capital no Chile nos anos 1990's teve eficácia apenas temporária em restringir influxos de curto prazo em virtude da elisão dos controles de capitais. Edwards, Valdés e De Gregório [2000] avaliam que o controle de capital chileno foi eficaz em alterar a composição do influxo de capitais, aumentando a entrada de capitais de longo prazo, no entanto, colocam em dúvida se o resultado é de fato verdadeiro ou se é viesado pela possível renomeação dos fluxos de capitais de curto prazo como de longo prazo, isto é, pela elisão dos controles de capitais chilenos. Forbes [2003b] destaca que as pequenas e médias empresas no Chile sofreram mais com aumento do custo de capital do que as grandes firmas, pois estas tinham acesso a operações de engenharia financeira no mercado internacional capazes de evitar os controles chilenos.

Nesta dissertação aprofundamos o estudo de modos de elisão no Brasil através de pesquisa de campo com integrantes do mercado financeiro, que em muito nos ajudaram a coletar informação sobre como os agentes procederam no Brasil para elidir os controles de entrada de capitais entre 1993 e 2000.

As operações relatadas são em sua grande maioria legais e aproveitavam apenas brechas na intrincada legislação cambial. Consistiam na renomeação dos fluxos, que no final eram direcionados a investimentos na taxa de juros de curto prazo. Contudo, eram contabilizadas oficialmente no balanço de pagamentos como fluxos destinados a outros propósitos. Por exemplo, utilizou-se demasiadamente as “moedas de privatização” que

eram teoricamente destinadas a financiar os programas de desestatização; disfarçou-se capitais de curto prazo como investimento estrangeiro direto, o qual contava com regalias na regulação dos fluxos financeiros; declarava-se investimento em ações, quando na verdade o objeto final era obter o retorno de renda fixa; etc. Veremos mais detalhadamente estes modos de elisão a seguir.

O ponto central é que os agentes financeiros conseguiram diversas formas para elidir os controles de capitais. No caso, a principal restrição era a proibição de investir em renda fixa pelo canal do Anexo IV da Resolução 1289, o qual possibilitava isenções fiscais, como já relatamos na seção anterior. Também houve diversas restrições de prazo mínimo para amortização de empréstimos externos.

Do ponto de vista do modelo teórico apresentado no capítulo III, a proibição da aplicação em renda fixa pelo Anexo IV é equivalente a cobrar uma taxa de entrada  $\tau$  que imponha um custo igual à perda de benefícios fiscais de investir em renda fixa por outros meios. Na época havia a possibilidade de aplicar em renda fixa no Brasil por fundos específicos para este fim que estavam sujeitos à cobrança de IOF entre 5% e 9%. Portanto, o  $\tau$  oficial era o IOF. A multa  $M$  dependeria do tipo de capital que iria ser declarado para evitar a taxa  $\tau$ . Por exemplo, entre 1993 e 2000, se o capital fosse declarado como investimento direto em mercado imobiliário, se revertesse o investimento em menos de um ano teria de pagar uma multa de 7% de acordo com a legislação do período.

Mas em verdade, o custo *de facto* imposto ao investidor de curto prazo era o custo de elidir o controle, ou seja, o  $\tau^*$ , que de fato era inferior à perda de não investir em renda fixa via Anexo IV.

Vamos então aos modos de elisão coletados<sup>29</sup>.

### **CASO 1:** *Disfarce de capitais de curto prazo como Investimento Estrangeiro Direto*

---

<sup>29</sup> Os modos de elisão de controles de capitais foram coletados pelo autor com integrantes do mercado financeiro. Mas o autor não tem conhecimento de quem os teria realizado ou até mesmo se foram realizados.

O investimento estrangeiro direto é considerado pela literatura econômica como um fluxo de capital mais saudável para economia, à medida que estaria muito associado a investimento em capital fixo e à transferência de tecnologia e, por conseguinte, à expansão do produto potencial. E ainda seria menos fungível, pois em comparação aos investimentos em *portfólio*, seria menos reversível e de maior horizonte de investimento. Com efeito, muitos artigos defendem que os investimentos de *portfólio* tendem a ser mais instáveis do que o investimento direto, pois os investimentos em carteira podem ser revertidos mais facilmente que ativos reais podem ser liquidados. (Dixit e Pyndick [1994], Frankel e Rose [1996], Dornbusch [1998]). Assim, o investimento direto estaria menos ligado à fuga de capitais. Por tudo isso, o investimento direto tende a receber tratamento diferenciado na regulação de fluxos de capitais frente aos investimentos em carteira.

Entretanto, em uma ambiente com controles de capitais, quando em geral se abstém o fluxo de investimento direto, os agentes do mercado tendem a aproveitar esta brecha nas legislações cambiais a fim de renomear seus investimentos ou captação de curto prazo como investimento direto, para driblar as restrições impostas. No Chile durante entre 1996 e 1998, por exemplo, o que o Banco Central categorizava como “Investimento Direto Potencialmente Especulativo” estava também sujeito a *encaje*, ou seja, ao controle de capital chileno da época. Isto porque, entre 1991 e 1996, quando o Chile impunha alíquotas de 10% a 30% de depósitos não remunerados por um ano sobre os investimentos de curto prazo e empréstimos estrangeiros, detectou-se que muitos agentes estavam circundando a restrição renomeando seus fluxos como investimento direto<sup>30</sup>.

No Brasil, coletamos uma operação e passível de ser usada até os dias de hoje, a fim de conseguir renomear o capital como investimento direto, mas com o objetivo de receber rendimento de renda fixa. A operação tem uma estrutura simples.

Na época, havia a restrição de se investir em renda fixa pelo canal do Anexo IV. Mas permitia-se ainda aplicações em ações por este canal e havia regalias fiscais para

---

<sup>30</sup> Baldini Júnior [2001].

investimentos diretos. A operação esquematizada podia ser usada por um banco para utilizar essas duas brechas.

O banco cria uma empresa S.A. (sociedade anônima) com capital aberto, e lista suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo. A empresa só existe juridicamente e não tem nenhuma atividade física. Como o banco detém todas as ações da empresa, consegue manipular o seu preço a partir de operações arranjadas de compra e venda com baixa liquidez. O preço é totalmente artificial. O banco, que possui capital no exterior, aplica então como investidor estrangeiro nesta empresa e declara esse fluxo como investimento direto, pois adquiri mais de 50% das ações e posteriormente passa a realizar empréstimos intercompanhias, que é considerado investimento estrangeiro direto. Esse dinheiro, no entanto, como a firma só existe no papel, é aplicado em renda fixa. O retorno é repassado à empresa e remetido ao exterior como lucros ou dividendos. Assim, não enfrenta as restrições impostas no canal do Anexo IV, apesar de o objetivo ser auferir retornos de curto prazo com as altas taxas de juros da época.

O custo de renomear esse investimento em renda fixa de curto prazo como investimento direto é muito baixo. Dada a escala de capital investido, o custo de abrir uma empresa S.A. e listar suas ações na bolsa é irrisório. De fato, o custo de entrada que o agente enfrenta, o  $\tau^*$  de nosso modelo, é fixo e muito mais baixo do que a taxa oficial<sup>31</sup>. E o banco só arca com gastos ao abrir a empresa no início da operação. Os investimentos posteriores já não contam com nenhum custo de entrada, ou seja,  $\tau^*$  é igual a zero. O custo de saída é referente à legislação de tributação de lucros e dividendos de empresas estrangeiras, que tem sido muito mais vantajosa para o investidor do que a tributação para ganhos com investimento em *portfólio*. De fato, os lucros que advêm do capital estrangeiro previamente investido e declarado no Brasil é isento de tributação.

---

<sup>31</sup> O custo de abrir uma empresa S.A. e listar suas ações em bolsa, sem incluir programas de atração de investidores (contratar bancos para gerenciar o I.P.O., divulgação, propaganda etc.), é em 2005 entre R\$50 mil e R\$ 150 mil. Se o banco utiliza este método de elisão para investir em renda fixa US\$ 10 milhões já economizaria, na época do IOF, pelo menos US\$ 500 mil de IOF (5%). Mas o volume

## CASO 2: Renomear investimento em renda fixa como investimento em ações

Como já mencionamos, o controle de entrada de capital no canal do Anexo IV era referente a investimentos em renda fixa. No entanto, os investimentos em ações não foram restringidos, pois o desenvolvimento do mercado acionário possibilita maior capacidade de investimento para as empresas e contribui para o crescimento da economia. Obviamente, o mercado passou então a querer utilizar o caminho do mercado acionário para ganhar os tão almejados retornos com as altas taxas de juros brasileiras.

Este caso 2 e o próximo caso 3 referem-se ao caminho para elisão dos controles de capitais via mercado acionário. O caso 2 é uma operação que ainda aproveita o arcabouço da empresa S.A. criada no caso 1.

Para driblar as restrições ao investimento em renda fixa, o banco do caso 1 pode utilizar a empresa S.A. que criou também o modo de elisão via mercado de capitais. O banco passa a investir nas ações da empresa S.A. que havia criado. O meio utilizado na seria o canal do Anexo IV para aplicações na BOVESPA, que era permitido na época e até hoje tem benefícios fiscais frente ao canal de investimento de renda fixa. Assim, o banco aplicava seu capital *off-shore* como investidor estrangeiro na BOVESPA ao comprar as ações da tal empresa que havia aberto. A quantia paga pelas ações era aplicada em renda fixa e o retorno era remetido ao exterior como dividendos ou ganho com ações. Lembremos ainda que o banco conseguia manipular o preço das ações, dado que detinha toda a empresa. Portanto, o investidor declarava investimento em ações, mas obtinha retorno com renda fixa.

Novamente, o custo efetivo imposto à entrada de capital neste caso, o  $\tau^*$  do nosso modelo, era apenas o de abrir a empresa S.A. e lançar suas ações na bolsa. É um custo baixo frente ao volume financeiro aplicado e ainda foi diluído por vários anos de utilização deste meio de investimento com isenções fiscais. Assim, podemos considerar que o  $\tau^*$  era fixo e muito mais baixo que o  $\tau$  oficial.

---

canalizado neste modo de elisão pode ser bastante superior a US\$ 10 milhões e, então, o  $\tau^*$  fica praticamente zero.

As descrições do caso 1 e do caso 2 delinearão de forma geral dois métodos parecidos para elidir a restrição aos ganhos com as taxas de juros de curto prazo no Brasil entre 1993 e 2000. No entanto, o entrevistado deu o panorama geral do método e não quis entrar em grandes detalhes. O terceiro modo de elisão, que relataremos a seguir, conseguimos coletar mais detalhadamente. Também envolve a renomeação do fluxo de investimento em renda fixa como investimento em ações a fim de aproveitar as isenções fiscais de aplicar via Anexo IV.

**CASO 3:** *Renomear investimento em renda fixa como investimento em ações II: Aluguel de ações no Brasil e Swaps no exterior*

A operação relatada neste caso 3 é direcionada para um banco nacional que também estaria interessado em oferecer fundos *off-shore* para investidores estrangeiros. Na verdade, entre os investidores estrangeiros ainda poderiam estar brasileiros que detinham dinheiro não-declarado no exterior e/ou queriam gozar dos benefícios de investir em renda fixa no Brasil como não-residente.

Portanto, o banco brasileiro queria oferecer a seus clientes no exterior um fundo em um paraíso fiscal que tivesse rendimentos com as taxas de juros de curto prazo do Brasil. Porém, estava teoricamente impedido de fazê-lo pelo canal do Anexo IV, por causa dos controles de capitais. Assim, o banco estruturou uma operação de engenharia financeira que o possibilitou investir em renda fixa via Anexo IV, driblando a restrição. Com a operação, o banco ainda conseguia economizar impostos sobre o lucro da instituição no Brasil.

Em linhas gerais, a estratégia consistia no banco alugar ações de uma empresa, as quais tinham liquidez muito baixa na BOVESPA, vender com acordo de recompra para o investidor estrangeiro que entrou via Anexo IV, e então fazer um *swap* no exterior com este investidor para trocar os rendimentos. Se o banco quisesse, ao invés de alugar ações ilíquidas poderia ter criado uma empresa S.A. com capital aberto, como fez o banco dos casos 1 e 2.

Vejamos mais detalhadamente o caso, utilizando os três diagramas das figuras 2, 3 e 4 a seguir.

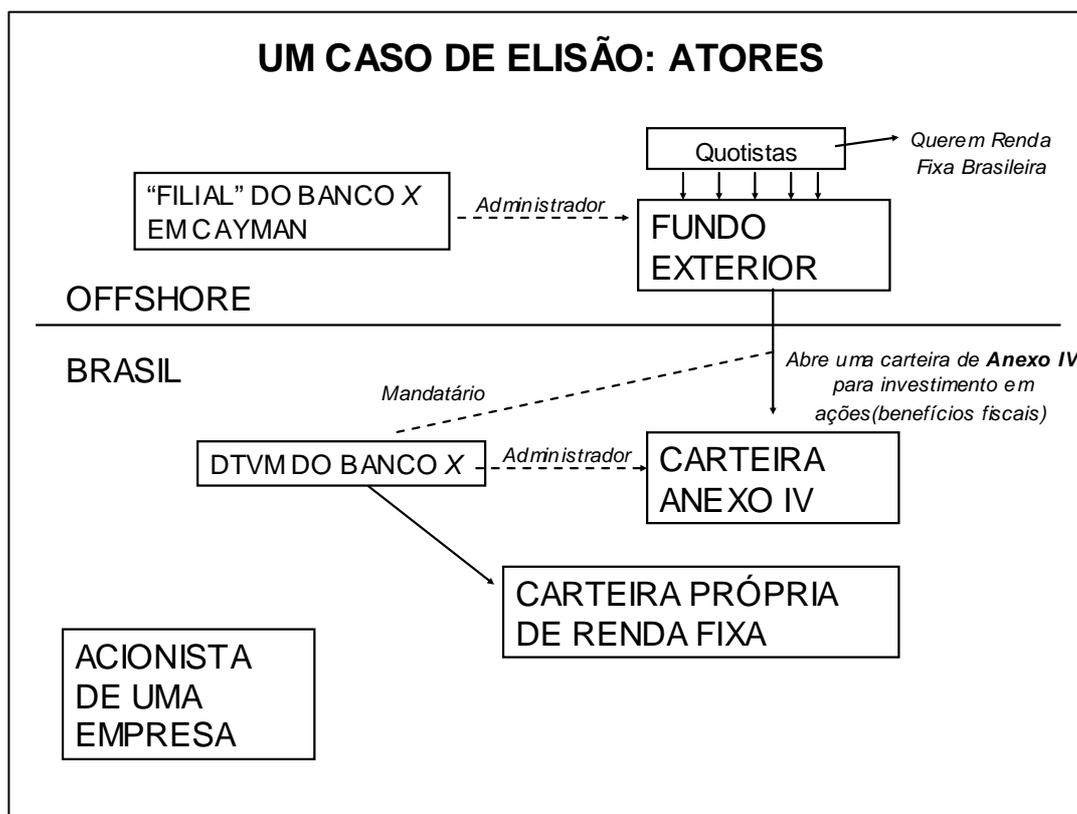
Na figura 2 descrevemos os atores da operação. O banco X, que era brasileiro, detinha uma filial nas Ilhas *Cayman* e queria oferecer um fundo *off-shore* que auferisse retornos com as taxas de juros de curto prazo do Brasil, cujos quotistas eram investidores com capital estrangeiro. Assim, a filial no paraíso fiscal do banco X era o administrador deste fundo *off-shore* de renda fixa brasileira.

Para ingressar com o capital do fundo no Brasil, abria-se uma Carteira Anexo IV para investimento em ações, cujo administrador era a DTVM (Distribuidora de Valores Mobiliários) do banco X sediada no Brasil. Assim, o mandatário desta Carteira de Anexo IV era a DTVM local, como exigia a legislação da época. O investimento regido pelo Anexo IV da Resolução 1289 tinha de ser feito através deste tipo de procedimento, onde uma instituição financeira local capacitada era o mandatário da Carteira de Investimento do investidor estrangeiro.

A DTVM do banco X ainda detinha uma carteira própria para investimentos em renda fixa, legalmente independente desta Carteira de Anexo IV. Nesta carteira de renda fixa era aplicado dinheiro nacional do banco X a fim de obter retornos com a taxa de juros *overnight*.

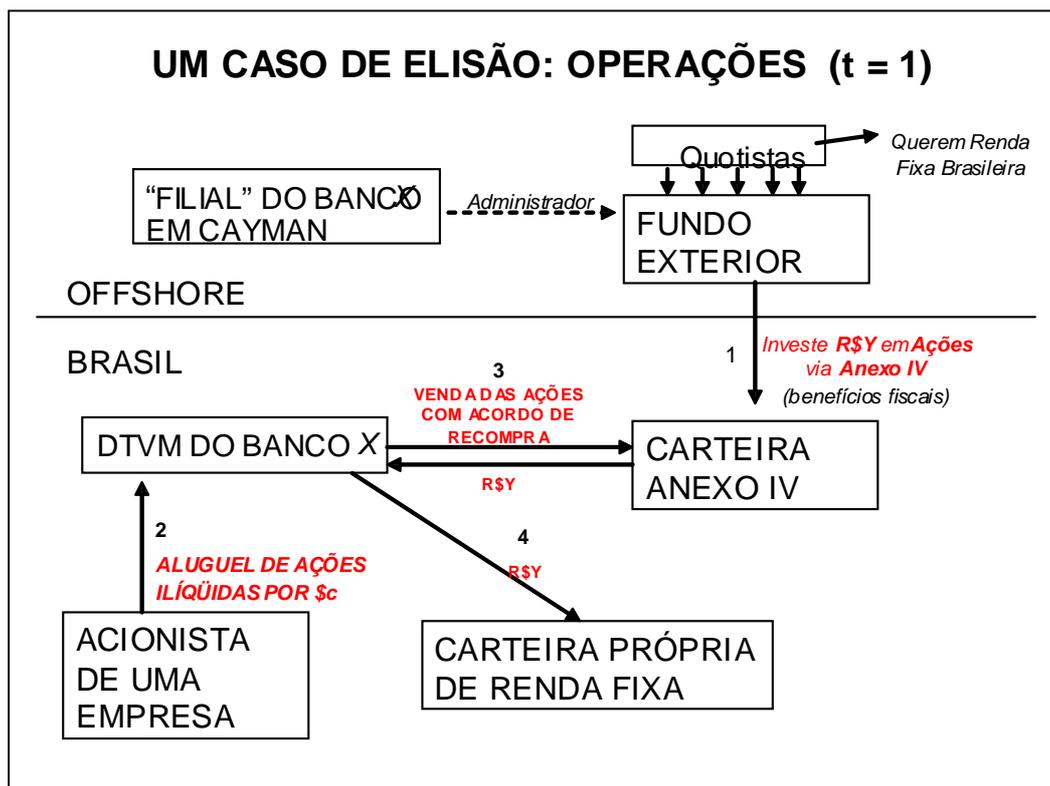
O banco ainda alugava ações de uma empresa, cujas ações eram listadas na BOVESPA e tinham pouquíssima liquidez. Cabe ressaltar que era uma empresa que existia fisicamente, e não fora apenas criada para operações financeiras.

Figura 2 - Caso de Elisão 3



Na figura 3, explicamos o início das transações, as quais dividimos em duas etapas. A segunda parte da transação é exposta na figura 4.

Figura 3 - Um Caso de Elisão 3

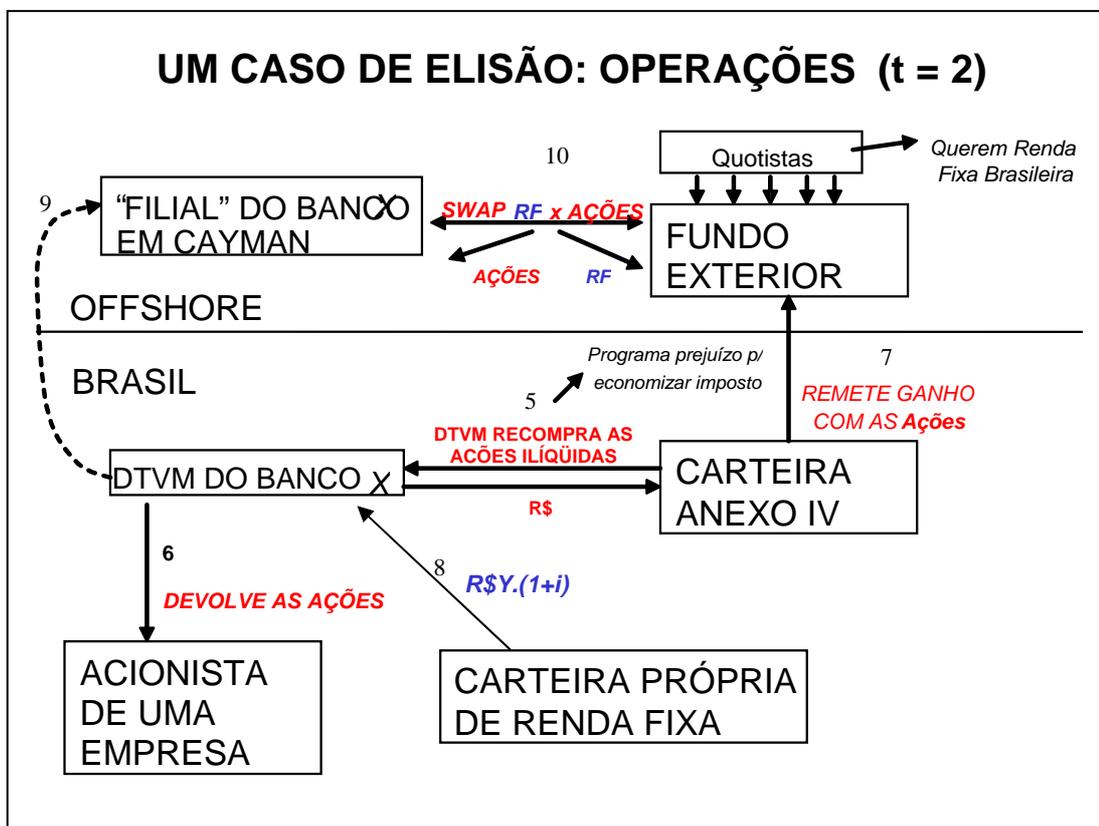


(1) O fundo off-shore investia em sua Carteira de Anexo IV declarando ter o objetivo de obter retornos com investimento em ações, o que era permitido e tinha benefícios fiscais. (2) A DTVM do banco X alugava as ações da empresa, a qual denominaremos Z, e (3) as vendia, com acordo de recompra após um determinado período de tempo, para a Carteira de Anexo IV do fundo off-shore. O acordo de recompra estabelecia o prazo para reverter a venda das ações e determinava que a recompra seria feita baseada no preço da ação no dia de vencimento do contrato. (4) O dinheiro da venda das ações alugadas para os investidores estrangeiros era aplicado pela DTVM em sua carteira própria de renda fixa.

Assim, o investidor estrangeiro colocava seu dinheiro no país através do Anexo IV, e o passava para a DTVM através da compra das ações a empresa Z. A DTVM por sua vez pegava esse dinheiro e investia na taxa de juros *overnight*.

Na figura 4, temos a conclusão da operação.

**Figura 4: Caso de Elisão 3**



(5) O acordo de recompra era então realizado. A Carteira de Anexo IV revendia as ações para a DTVM do banco. Mas como as ações eram extremamente ilíquidas, seus preços eram manipulados facilmente. Logo, o banco fez com que o preço da ação subisse e as recomprou com preço maior do que tinha vendido para os investidores estrangeiros. No mercado financeiro todos sabem que a lei principal é “comprar barato e vender caro”, mas neste caso, o banco preferiu vender barato e comprar caro. Tinha um porquê. Ao fazer isso, embutiu um prejuízo para a DTVM nesta operação, reduzindo seus lucros. Deste modo, o banco X economizava impostos a serem pagos no Brasil sobre o lucro da DTVM. E, como veremos, recupera o prejuízo em *Cayman* ao recorrer ao mercado de derivativos.

(6) Após realizar a recompra das ações alugadas, a DTVM as devolve ao acionista da empresa Z que havia firmado o acordo de aluguel. (7) O retorno auferido pela Carteira de Anexo IV dos investidores estrangeiros com a operação de compra e venda das ações é remetido ao exterior legalmente pelo canal do Anexo IV, pois foi um rendimento de mercado acionário.

(8) A DTVM obtém o retorno de sua carteira de renda fixa. (9) A DTVM então internaliza dinheiro em sua filial em *Cayman* o que era perfeitamente legal. O montante enviado ao paraíso fiscal é igual ao principal mais os juros auferidos pela carteira de renda fixa, ou seja, é o montante almejado pelo fundo *off-shore* oferecido pela filial do banco X em *Cayman*.

Então, até agora o retorno que o fundo *off-shore* quer está com a filial do banco X em *Cayman*, e o prejuízo do banco X na operação com ações está como o lucro do fundo *off-shore*. (10) Para finalizar e alcançar os seus objetivos, o banco fazia um *swap* em *Cayman* entre sua filial e o fundo *off-shore*, onde trocavam o rendimento com a operação de ações com o retorno em renda fixa. Portanto, faziam um *swap* cujos ativos subjacentes eram a variação do preço da ação da empresa Z na BOVESPA contra o retorno em juros brasileiros prefixados e, assim, o retorno de renda fixa ia para o fundo e o lucro com a operação de ações ia para a filial do banco X.

No final da operação, os investidores estrangeiros estavam com o retorno de renda fixa e o banco X economizou imposto. O custo para entrada do capital deste

método de elisão, o  $\tau^*$  do nosso modelo, era apenas o de alugar as ações, o da operacionalização do swap no exterior e o do banco internar dinheiro na sua filial em *Cayman*. Estes dois últimos pontos têm custo praticamente nulo, sendo então  $\tau^*$  igual a apenas o custo do aluguel das ações. Mas como o banco economiza imposto, pode ser que o  $\tau^*$  seja negativo, à medida que a economia em tributação compense o custo de alugar as ações.

Vamos a mais um caso de elisão das restrições impostas ao investimento em renda fixa. O caso 4 a seguir ilustra o uso de derivativos na BM&F e na BOVESPA para driblar as restrições. Foi demasiadamente utilizado pelos agentes financeiros até o Banco Central decidir regular o tipo de operação realizada igualmente aos investimentos em renda fixa.

**CASO 4:** *Investir via Box: estratégias com opções para auferir retornos de renda fixa*

Inicialmente, a restrição no Anexo IV era apenas para investimentos em renda fixa. Era permitido utilizar este meio para outros tipos de investimento, como ações e derivativos, entre outros. Assim, o mercado conseguiu aproveitar estes tipos de investimento para obter rendimentos com as taxas de juros de curto prazo no Brasil. Vimos nos casos 2 e 3 modos utilizados para circundar o controle via mercado de ações. Outro modo muito utilizado foi recorrer ao mercado de derivativos por meio de estratégias de opções que garantem retorno prefixado, como veremos aqui.

Era feita uma operação conhecida como *Box*, que consiste em uma estratégia com quatro opções, duas *calls* e duas *puts*, de forma que o pagamento na data de exercício determinada é fixo<sup>32</sup>. Por um argumento de não arbitragem, mostra-se que o retorno do *Box* tem que ser igual taxa de juros *benchmark*, no caso do Brasil o CDI<sup>33</sup>.

Assim, como não era restrito se investir em derivativos, o mercado passou a operar estratégias *Box na BM&F e na BOVESPA* a fim de auferir o retorno com as altas taxas de juros básicas no Brasil. Esse modo de elisão perdurou até o Banco Central

<sup>32</sup> Vide Hull [2002] para introdução a Opções.

<sup>33</sup> CDI (Certificado de Depósito Interfinanceiro) é a taxa de juros básica *overnight* para transações entre as instituições financeiras.

detectar o movimento do mercado e , então, regular as operações de *Box* igualmente aos investimentos em renda fixa.

O uso da estratégia *Box* na verdade foi além à elisão de controle de capitais estrangeiros e objetivou também economizar impostos em investimentos domésticos em renda fixa. Ao invés de utilizar os meio tradicionais como a aplicação em títulos públicos, muitos agentes passaram a realizar *Box* na BM&F e na BOVESPA a fim de auferir retornos prefixados e driblar a Receita Federal. Este modo de elisão fiscal acabou quando a Receita, cujo secretário na época era Everardo Maciel, detectou a brecha na legislação e impôs IOF também nas transações de *Box*. Entretanto, como a transparência com o arranjo das operações de opções na BM&F e na BOVESPA não era total, muitos agentes ainda conseguiram disfarçar suas operações de *Box*.

Até os dias de hoje a estratégia de *Box* é muito utilizada pelos bancos, mesmo pagando o mesmo IOF e o imposto de renda sobre rendimento igual ao demais investimentos em renda fixa. A vantagem atual para os bancos é que podem captar recursos via *Box*, mas não precisarão recolher depósito compulsório no Banco Central nem o Fundo Garantidor de Crédito, diferentemente do que acontece com o Certificado de Depósito Bancário, por exemplo. Bancos pequenos e médios há muito já utilizavam este meio. E a pedidos dos grandes bancos, cujas áreas de *compliance* costumam exigir maior transparência nas operações, a CETIP passou a partir do final de 2004 registrar operações de *Box* com o objetivo de captação de recursos. Anteriormente, apenas a BM&F e a BOVESPA estavam registrando estas operações. O registro na CETIP aumenta a transparência e beneficia o controle por parte da Receita Federal e da Comissão de Valores Mobiliários.

O custo de elidir os controles de capitais via *Box*, o  $\tau^*$  de nosso modelo, é apenas o custo de operacionalizar a estratégia de opção numa bolsa de valores. A operação em si não implica em nenhum custo adicional frente a investimentos tradicionais em renda fixa, pois a diferença entre o faturamento com compra e venda das *puts* e *calls* é o montante aplicado ou captado. A diferença de custo pode ser apenas na tarifa de corretagem cobrada pelos intermediários financeiros, que é praticamente inexpressiva frente aos volumes investidos. Assim, pode-se considerar que  $\tau^*$  neste caso

sendo igual a zero. Portanto, com esta brecha na legislação o controle de capital seria totalmente ineficaz.

#### **CASO 5: *Moedas de Privatização***

Outra brecha na legislação dos controles de capitais no Brasil entre 1993 e 1995 foi a permissão de fundos de investimento em privatização no Brasil aplicarem via Anexo IV em NTN (Notas do Tesouro Nacional). A legislação inicial queria incentivar a entrada de capitais estrangeiros direcionados a investimento no processo de privatização. No entanto, o mercado passou renomear seus investimentos em renda fixa de curto prazo como investimento em privatização e conseguiram então os benefícios fiscais de aplicar na dívida doméstica brasileira pelo canal do Anexo IV. Este modo de elisão foi fortemente utilizado. Um indício é que o fluxo mensal médio para privatização via Anexo IV era US\$130 mi no primeiro semestre de 1993. Em agosto de 1993 que se impôs o controle de capital que impedia o investimento em renda fixa via Anexo IV e ficava permitido apenas investir via fundos específicos de renda fixa que estavam sujeitos a IOF de 5%. Já no segundo semestre de 1993, o volume de fluxo médio mensal declarado como moeda de privatização passou para US\$1,7 bi. Portanto, com a imposição da restrição a investimentos em renda fixa, o fluxo médio declarado como direcionado a privatização aumentou em 1200% em menos de um semestre.

#### **CASO 6: *ACC e Trading Companies***

Para controlar o excesso de influxo de capitais no Brasil, principalmente entre 1993 e 1996, muitas restrições à captação de recursos externos foram impostas. A proibição de investimento estrangeiro em renda fixa via Anexo IV, por exemplo, dificultava a captação à medida que ao emprestar recursos a taxas de juros prefixadas o investidor tinha de arcar com o pagamento de IOF, dado que o caminho via Anexo IV estava proibido. E ainda, havia exigências de prazo mínimo para o início das amortizações de empréstimo, ou seja, havia restrições à captação de curto prazo. Por exemplo, chegou a se exigir em janeiro de 1993 um prazo mínimo de 96 meses para iniciar a amortização a fim isentar de impostos o pagamento de juros e principal.

Ao mesmo tempo, o uso dos Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC) para exportação permitia financiamento de menos de 360 dias, ou seja, o exportador poderia contratar um ACC até um ano antes de embarcar a mercadoria. Teoricamente, o ACC era exclusivo para financiar exportações, e um financiamento por este meio exigia uma saída física de exportações associada ao contrato, a fim de demonstrar que o empréstimo tinha sido de fato utilizado para financiar comércio exterior. O mercado logo viu nesta legislação um modo de conseguir empréstimos de curto prazo e que ainda contavam com benefícios fiscais.

A taxa de juros na captação de recursos via ACC costumava ser inferior ao CDI, ou seja, a taxa de juros *benchmark* no Brasil. Isto acontecia, pois os empréstimos tinham menor carga tributária associada e porque os investidores estrangeiros em busca de dos altos retornos no Brasil ofereciam capital até mesmo abaixo da taxa de juros básica brasileira, dado que havia impedimentos em outros meios de investimento. E ainda, o financiamento do comércio exterior em geral tem risco relativamente baixo, pois grande parte dos financiamentos são dados quando o contrato de exportação já foi assinado.

Portanto, por meio do ACC conseguia-se empréstimos de curto prazo, com benefícios fiscais e a uma taxa de juros abaixo do CDI. Era um prato cheio para os agentes do mercado financeiro brasileiro. A restrição que um investidor financeiro teria de circundar para conseguir captar via ACC era a demonstração de que o financiamento estava associado a uma exportação de mercadorias. Ao contratar um ACC, o agente teria até um ano para embarcar o produto de exportação financiado.

O investidor financeiro naturalmente não estava captando para financiar exportação e, assim, não tinha produto disponível para embarcar. No entanto, os exportadores que realizavam a operação de comércio exterior sem ACC, ou seja, que não recorriam a financiamento da exportação passaram a vender a esses investidores estrangeiros seu direito de ACC. Então, ACC era contratado para financiar uma determinada exportação, contudo o capital não era destinado a este propósito. Ia para o investidor financeiro que havia comprado esse direito do exportador.

Assim, os investidores captavam a curto prazo e abaixo do CDI via ACC e compravam demonstrativos de exportação. Ou então, os exportadores tomavam este

crédito e repassavam aos investidores. De fato, até o ano 2000 houve até um mercado secundário de direitos a crédito de exportação, isto é, formou-se um mercado paralelo que oferecia demonstrativos de exportação. Bastava o investidor captar via ACC e ao mesmo tempo comprar este demonstrativo no tal mercado. É fato notório, que grandes bancos até criaram *Trading companies*, ou seja, empresas especializadas em financiar comércio exterior, mas que na verdade, serviam apenas para camuflar este modo de elisão. As *tradings* contratavam o ACC e então iam ao mercado de demonstrativos de ACC e legalizavam o empréstimo. Como o custo da captação era abaixo do CDI, houve banco que contratava ACC para financiar seus depósitos de margem na BM&F ou no *overnight*, e conseguia um retorno positivo com essas operações padrão. Portanto, o dinheiro que teoricamente era para ser destinado ao financiamento de comércio exterior estava totalmente desvirtuado, sendo investido em renda fixa a curto prazo. Este é um exemplo significativo da dificuldade da implementação *de facto* dos controles de capitais.

Este modo de elisão só reduziu com a liberalização dos investimentos de renda fixa e dos prazos de captação de recursos estrangeiros. Mas até hoje se fala no mercado financeiro de usar ACC para arbitragem da taxa de juros, à medida que o custo de captação é menor do que a taxa de juros básica da economia. Assim, tudo indica que este caminho de elisão seria muito utilizado caso novas restrições ao capital de curto prazo fossem impostas, como por exemplo, a imposição de IOF no canal de investimento possibilitado pela Resolução 2689.

Os meandros jurídicos desta elisão via ACC vão além do que aqui foi descrito. As *Trading companies* dos bancos que eram focadas neste método de circundar os controles de capitais continham diversos advogados e investidores especializados. O custo à entrada de capital, o nosso  $\tau^*$  do modelo, era o de montar a estrutura jurídica e financeira para utilizar este método de elisão. É um custo irrisório para um grande banco em funcionamento. E ainda havia compensação de se captar abaixo do CDI e arbitrar emprestando esse dinheiro no mercado *overnight*. Assim, dependendo do volume financeiro, o  $\tau^*$  poderia ser negativo.

### CASO 7: Resolução 63 “CAIPIRA”

Outro modo de captação de recursos externos com benefícios fiscais era o permitido pela Resolução 63 do Banco Central do Brasil para financiamento agrícola. A Resolução acabou ganhando o apelido de “63 Caipira” no mercado financeiro. O esquema era semelhante ao realizado via ACC. Os produtores rurais tinham direito a captar empréstimos estrangeiros com benefícios fiscais, e passaram a vendê-los aos investidores financeiros. Assim, foi comum no mercado a prática de tomar empréstimos de curto prazo declarando-se fins agrícolas. Contudo, o empréstimo era redirecionado a transações financeiras.

Em geral, o custo destas captações também era abaixo do CDI. Logo, a mesma arbitragem que era feita com ACC podia ser feita através da “63 Caipira”, ou seja, captava-se recursos a custo mais baixo do que o CDI e aplicava este dinheiro no *overnight* ou em depósitos de margem de risco requeridos pela BM&F. O capital que teoricamente era para ser direcionado a investimentos agrícolas era, então, totalmente desvirtuado, circulando primariamente no dia-a-dia do mercado financeiro. No entanto, a transação tinha uma roupagem totalmente lícita, à medida que o produtor rural que oficialmente tinha captado o recurso.

Através da “63 Caipira” conseguia-se, portanto, captar a curto prazo e arbitrar a taxa de juros básica. Ao mesmo tempo, o investidor com capital estrangeiro podia utilizar este canal para investir em renda fixa à medida que o fluxo era facilmente redirecionado ao mercado financeiro. Assim, havia ganhos tanto do ponto de vista do tomador quanto do doador do dinheiro ao utilizar esta brecha na legislação.

Apenas em 1996 o Banco Central limitou as operações via Resolução 63. Como já citamos na seção III, o Boletim da instituição de 1996 esclarece a situação :

“No sentido de evitar que recursos captados a longo prazo fossem desviados para fins especulativos, a Circular nº 2.660, de 8.2.96, limitou as alternativas de inversão de recursos captados via Resolução 63 enquanto não repassados ao tomador final.”

O próximo caso de elisão refere-se a uma brecha na legislação a qual permitia o investimento em debêntures pelo Anexo IV. Algumas das debêntures tinham pagamento atrelado à taxa básica de juros do Brasil, abrindo caminho para elisão das restrições em investimentos de renda fixa.

**CASO 8:** *Debêntures Siderbrás e outras.*

Um modo de elisão à restrição ao investimento em renda fixa com os benefícios fiscais do Anexo IV foi o aproveitamento de uma brecha na legislação que permitia o aplicação em debêntures por este canal. Entre agosto de 1993 e novembro de 1993, esta brecha possibilitou aos investidores a auferirem retornos de renda fixa através de investimento em debêntures que eram atreladas a taxa de juros básica. Um exemplo era a debênture da empresa Siderbrás.

Em agosto de 1993, o volume de investimento em debêntures via Anexo IV era de US\$ 275 milhões, ou 4% da carteira total de Anexo IV no país. Em setembro, com a introdução do controle de capital, pulou para US\$ 1,3 bilhões e chegou em novembro de 1993 ao maior nível visto até os dias de hoje em US\$3 bilhões, ou 34% da carteira. Em novembro de 1993, o governo estendeu a proibição de investimento via Anexo IV em debêntures, fechando este caminho de elisão.

Na conclusão desta seção, expomos uma tabela com a composição da carteira total de Anexo IV no país e analisaremos, como em Garcia & Barcinski [1998], a dinâmica da migração dos fluxos entre as rubricas do Anexo IV, em função dos controles de capitais.

O custo de elisão dos controles via a aplicação em debêntures, o  $\tau^*$  de nosso modelo, era nulo, à medida que tal título de dívida remunerava de acordo com a taxa de juros almejada pelo investidor e ainda gozava dos benefícios fiscais do investimento via Anexo IV.

**CASO 9:** *Aumento da Emissão de Eurobonds com opção embutida, para contornar regra de prazo mínimo para captação.*

Em agosto de 1995 o governo estabeleceu um IOF de 5% sobre a captação de empréstimos externos para evitar o excesso de influxo de capitais. Já em setembro do mesmo ano o governo alterou a legislação visando incentivar as captações de longo prazo, e assim, estabeleceu o IOF declinante com o prazo do empréstimo. Até 2 anos o imposto era de 5%, 3 anos de 4%, 4 anos de 2%, 5 anos de 1% e maior igual a 6 anos de zero%.

O mercado logo viu nesta legislação um espaço para elidir a restrição: passou a captar via emissão de bônus de longo prazo (mais de 6 anos), porém com cláusulas de opções *put*. Assim, o credor externo poderia encurtar o prazo do empréstimo ao exercer a opção. Na prática, o empréstimo ficava, portanto, sendo de curto prazo.

O governo logo tratou de impor um IOF retroativo caso a opção fosse exercida e o devedor tivesse que reverter o capital ingressado no país antes de seis anos. Este é um caso de elisão típico para o modelo teórico da sessão III, onde a taxa de entrada  $\tau$  é o IOF e a multa de saída  $M$  é o IOF retroativo.

No entanto, os entrevistados na pesquisa de campo afirmaram que continuou valendo à pena emitir o bônus de 6 anos com a cláusula de *put* em menos de 1 ano mesmo sendo cobrado o IOF retroativo, pois este não foi fixado de modo a eliminar os ganhos com a transação. Este é um caso que explicita a dificuldade de implementar na prática os controles de entrada de capitais. É um exemplo de um contrato de  $M$  e  $\tau$  visto no modelo teórico, onde há o incentivo para o investidor de curto prazo se renomear como de longo prazo, mesmo já esperando reverter o investimento antes da sua maturação.

Infelizmente, não conseguimos os dados sobre a magnitude deste IOF retroativo. Não foi possível tê-lo disponível nem via Banco central nem via a Receita Federal. Mas a avaliação destes dados seria muito relevante como caso empírico do modelo teórico apresentado nesta dissertação.

**CASO 10:** *Blue Ship Swaps e transações via CC-5 para evitar IOF em conversões cambiais.*

Em agosto de 1995, o governo apertou os controles de capitais a fim de conter o excesso de influxos de capitais financeiros, principalmente de curto prazo. Aumentou o IOF em fundos renda fixa de capital estrangeiro de 5% para 7%, elevou de 0% para 5% o IOF sobre empréstimos externos, proibiu o investimento estrangeiro no mercado de derivativos nacional e criou o IOF de 7% sobre as operações entre instituições no país e no exterior pelo mercado de câmbio de taxas flutuantes.

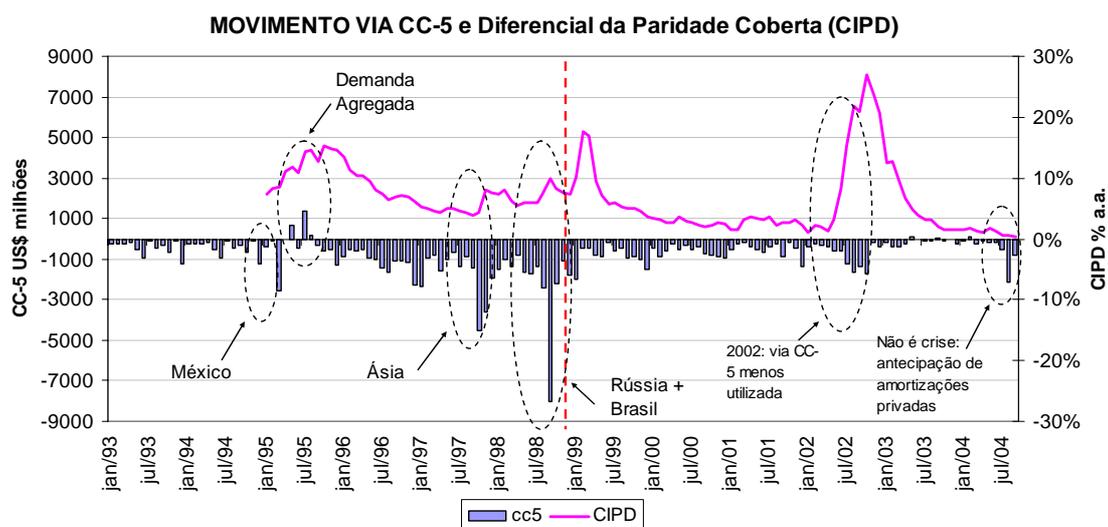
O IOF sobre investimentos em renda fixa foi elidido pelo mercado com operações de engenharia financeira como as relatadas anteriormente. Mas o IOF sobre as operações entre instituições nacionais e internacionais inspirou o mercado a encontrar outras brechas na legislação cambial: encontraram por meio das famosas contas CC-5.

As contas de não-residentes criadas pelo Banco Central a partir da Carta Circular nº 5 em 1969 foram um recurso para facilitar o fluxo de capital estrangeiro. Pela CC-5 uma instituição não-residente poderia ter uma conta em moeda nacional no Brasil, com maior facilidade de remeter o capital para fora do país. Em 1992 reformulou-se a CC-5 e este meio ganhou maior liberdade implicando em maior conversibilidade na conta de capitais. Com o novo desenho o depósito na CC-5 podia ser remetido livremente pelo mercado de taxa de câmbio flutuante. Ainda podia remeter depósitos de terceiros nesta conta, ou seja, passou-se a fazer transferências internacionais de terceiros via CC-5. Daí este tipo de remessa ficar conhecida com “Transferência Internacional de Reais” (TIR).

Até março de 2005, para enviar unilateralmente dinheiro para o exterior um residente tinha de depositar na CC-5 de uma instituição financeira não-residente no Brasil e então esta instituição transferia para o seu banco no Brasil que então fazia a conversão para dólares e remetia para o exterior. A instituição financeira não-residente em geral era um braço de uma instituição nacional no exterior. Com as modificações efetuadas em março de 2005, o residente pode remeter o dinheiro diretamente ao depositar no seu banco. Com esta simplificação economiza-se custos de transação e ganha-se maior transparência nas remessas.

O gráfico 18 abaixo mostra a evolução das remessas via CC-5 de janeiro de 1993 até 2004. Nos períodos de maior influxo de capitais no Brasil chega-se a ter entrada líquida de capitais via CC-5, como entre 1995 e 1996. No período de banda cambial até 1999 tem-se uma utilização maior do canal da CC-5 para se remeter dinheiro para o exterior. Isto é associado às maiores restrições ao capital neste período e às grandes instabilidades econômicas que abalaram a economia brasileira, como a crise da Ásia e a própria crise do Brasil. Mas em 2002, quando tivemos também uma grave crise de confiança, as saídas via CC-5 foram menores, provavelmente em virtude da utilização do RDE e menos restrições aos fluxos de capitais. Assim, os investidores não precisavam renomear seus capitais e retirá-los indevidamente via CC-5, dado que não havia controles de saída efetivos em 2002. Em 2004, há uma maior saída de capitais via CC-5 em função da janela de oportunidade para antecipação de pagamentos de dívida externa privada, em função da apreciação cambial e redução do risco país.

Gráfico 18



O IOF estabelecido em agosto de 1995 sobre as negociações internacionais entre as instituições financeiras incidia no momento da conversão do câmbio. Assim, para elidir esta taxa o mercado procurou formas para evitar a conversão cambial. Um dos modos utilizados foi o que se chamava na época de “*Blue Ship Swap*”, o qual envolve um ativo no exterior que o investidor transfere para a filial *off-shore* da instituição financeira brasileira contra um crédito na CC-5 do investidor no Brasil. Portanto, o investidor estrangeiro entrega o ativo no exterior e a contraparte nacional deposita no Brasil na CC-5 do estrangeiro. Pela CC-5, o investidor estrangeiro tinha acesso livre ao

mercado de câmbio de taxas flutuantes e enviava livremente o dinheiro para o exterior quando acabava a operação. Assim, as operações internacionais entre as instituições financeiras não pagavam o IOF, à medida que evitavam a conversão formal do câmbio.

Essas operações que envolviam uma compensação informal de câmbio, suprimindo o marco legal de monopólio do Banco Central neste caso, eram conhecidas como *back to back operations*. O *Blue Ship Swap* é um exemplo deste tipo de operação.

**CASO 11:** *Desenvolvimento do mercado de derivativos no exterior: evitar riscos de conversibilidade.*

Uma forma cada vez mais utilizada pelos mercados financeiros internacionais para evitarem imperfeita mobilidade de capitais nos países emergentes (os controles de capitais impostos, o risco de controles adicionais e o risco de conversibilidade) são as operações nas bolsas de derivativos no exterior. Principalmente em Nova York. Assim, os investidores estrangeiros negociam os ativos locais, porém não se expõem aos riscos e aos custos de ingressar de fato com o capital no país.

Um exemplo clássico é a negociação de futuros da taxa de câmbio do Real contra o Dólar Americano em Nova York. É o *Non-Deliverable Forwards* (NDF) de câmbio. Ao se negociar este ativo em Nova York ao invés de na BM&F em São Paulo, o investidor estrangeiro evita incorrer em qualquer tipo de controles de capitais e riscos de conversibilidade.

Garber [1998] analisa o desenvolvimento do mercado de derivativos internacional nos fluxos de capitais e relata diversos casos de elisão por parte de bancos de regulações prudenciais sobre risco bancário utilizando derivativos no exterior. Também aborda o papel destas operações *off-shore* para evitar controles de capitais.

Com efeito, o mercado de derivativos internacional se desenvolveu enormemente nos últimos anos. Um dos grandes propulsores deste mercado transnacional é o risco de controles de capitais e de conversibilidade da moeda nos países emergentes. Estes oferecem ativos com maior volatilidade e, portanto, maior potencial de ganho, mas os riscos de fronteira associados inibem o investimento no país.

Como o mercado quer transacioná-los, acabou desenvolvendo mercados internacionais, evitando deste modo as restrições à mobilidade de capitais.

### **3.1.1. CONCLUSÃO DOS CASOS DE ELISÃO**

Nesta seção apresentamos diversas estratégias de elisão dos controles de entrada de capitais no Brasil nos anos 1990. A maioria era direcionada para circundar a cobrança de IOF nos investimentos em renda fixa que foi imposta com a proibição de investimento em títulos públicos via o canal do Anexo IV. Mas também vimos casos que elidiram a cobrança do IOF nas conversões cambiais e as restrições de prazo mínimo para captação externa.

A imposição dos controles de entrada de capitais no Brasil variaram segundo duas referências: a quantidade de influxo de capitais e os meios encontrados pelo mercado para elidir as restrições.

O primeiro ponto foi abordado por Goldfajn e Cardoso [1997], que apontou a endogeneidade dos controles de capitais no Brasil. Em período de grande entrada de capitais restrições eram postas ao influxo de capital, à medida que em momentos de escassez de financiamento externo os controles eram retirados a fim de atrair capital estrangeiro.

O segundo ponto foi abordado em Garcia e Barcinski [1998] e Garcia e Valpassos [2000] que apontaram as consecutivas mudanças das legislações a fim de fechar as brechas encontradas pelo mercado para elidir as restrições. Com efeito, ao analisarmos a composição da carteira total de investimentos pelo canal do Anexo IV, percebe-se facilmente a disputa de “gato e rato” entre o Banco Central / CMN e o mercado financeiro.

A tabela 1 (no final desta seção) mostra a composição da carteira total de investimentos pelo canal do Anexo IV de janeiro de 1993 até meados de 2004 (sendo que a partir de 1999 estes investimentos são regidos na verdade pela Resolução 2689).

Entre janeiro de 1993 e agosto de 1993 a rubrica “Outros” na tabela detém cerca de 15% a 25% do total de investimentos. Nesta rubrica encontravam-se os investimentos em títulos públicos destinados a ganhos com renda fixa. Os investimentos em títulos públicos destinados à privatização eram discriminados no item “moedas de privatização”. Os outros componentes da carteira eram os investimentos em ações, derivativos e em debêntures. A partir de 2000, com a edição a resolução 2689 a rubrica de investimento em renda fixa é segregada do item “outros”.

Com a proibição do investimento em renda fixa pelo anexo IV em agosto de 1993 a rubrica “outros” reduz sua participação de 25% da carteira para apenas cerca de 1%, já que os investimentos em títulos públicos com esse fim não mais poderiam ser declarados via Anexo IV. Os investimentos passaram a ter de ser feitos por meio de fundos específicos de renda fixa para capital estrangeiro, onde foram cobrados IOF de 5% a 9%.

No entanto, no mês seguinte à proibição, setembro de 1993, a participação de investimentos em debêntures saltou de 4% para 19%, chegando a 34% em novembro, apontando o caminho de elisão encontrado pelo mercado de investir em debêntures que pagavam renda fixa, como por exemplo, da empresa Siderbrás. No final de novembro de 1993 o governo restringiu o investimento em algumas debêntures, mas apenas em fevereiro de 1996 proibiu o investimento no da Siderbrás.

Com a restrição ao investimento em debêntures em novembro de 1993, o mercado passou a elidir o IOF sobre investimento em renda fixa recorrendo à brecha da utilização das moedas de privatização e do mercado de derivativos (por meio da operação de Box, como explicamos anteriormente). Na tabela, conseguimos ver que a participação de moedas de privatização se elevou já em setembro de 2003 e chegou ao auge de quase 10% da carteira Anexo IV no país em junho de 1994. O governo, então, proibiu o investimento via NTN como moeda de privatização, impedindo os ganhos de renda fixa com esta brecha. A série da participação de derivativos foi disponibilizada apenas a partir de março de 1994, e não conseguimos visualizar a migração deste fluxo.

No final, era permitido apenas o investimento irrestrito em ações e nas outras rubricas havia diversas regras para permissão da aplicação via Anexo IV. O mercado

passou então, a utilizar o meio de elisão via mercado de ações, como vimos nos casos 2 e 3 na seção anterior. Outro método que também foi utilizado desde agosto de 1993 foi o disfarce de capitais de curto prazo como investimento direto, como relatamos no Caso 1. Estes dois modos de circundar os controles não foram impedidos por nenhuma medida legal do governo. O caso 3 relatado chegou a ser analisado pela Comissão de Valores Mobiliários, porém este órgão não conseguiu provar ilegalidades na operação. Estratégias como a do caso 2 ainda são usadas eventualmente por algumas instituições financeiras a fim de evitar o imposto de renda sobre ganhos com renda fixa, que é superior ao pago com ganhos no mercado de capitais, ou então para investir por menos de 90 dias em renda fixa e não pagar o IOF de 5% cobrado.

Portanto, o mercado sempre acaba achando um meio de circundar as restrições impostas ao capital estrangeiro, fazendo com que os controles de capitais sejam ineficazes a médio-prazo. Contudo, o custo de reputação ao impor os controles pode se perpetuar. Alguns argumentam que os controles *ex-ante* à entrada de capitais não prejudicam a reputação do país, à medida que seriam prudentes a fim de evitar os efeitos desestabilizadores do excesso de influxo de capitais. No entanto, para citar mais uma frase de um dos integrantes do mercado financeiro que entrevistamos durante a pesquisa de campo: “alcoólatra não pode tocar em garrafa de cachaça”. O entrevistado disse isso questionando se uma imposição de IOF nos influxos de capitais pelo governo atual sinalizaria uma predisposição a impor controles de saída num caso de crise. Claramente, essa é uma indagação mais específica ao Brasil, dado que o país tem uma incerteza jurídica muito acentuada e um histórico muito negativo de medidas administrativas da área econômica: de *default* da dívida externa a confisco de poupança, passando por controles de saída de capitais.

Como vimos no capítulo II, e muito bem expresso em Forbes [2003a], a literatura econômica ainda não conseguiu comprovar de fato que a imposição dos controles de entrada de capitais consegue reduzir a vulnerabilidade externa dos países que os utilizam. Citando Forbes [2003a]: “...*although capital account liberalization may increase country vulnerability to crises in some cases, the relationship between capital controls and financial crises is not so straightforward.*” Entretanto, os ganhos da liberalização da conta de capitais são extensamente defendidos na literatura: o

financiamento via poupança externa permite a ampliação dos investimentos, aumentando o produto potencial e permite a suavização do consumo intertemporal.

Em caso de excesso de influxos de curto prazo, o gerenciamento do impacto destes na taxa de câmbio pode ser suavizado por meio de acúmulo de reservas internacionais, as quais reduzem de fato a vulnerabilidade externa do país. A contrapartida, pois “*there is no free lunch*”, é o acúmulo de dívida em virtude da esterilização das intervenções no mercado de câmbio<sup>34</sup>. Parte literatura teórica recomendaria talvez uma combinação entre controles de entrada com acúmulo de reservas. Mas tendo em vista a ineficácia dos controles em função da elisão por parte do mercado das restrições impostas, a saída é a realização de uma política econômica consistente intertemporalmente, com responsabilidade fiscal, monetária e respeito aos contratos. Neste caso, o acúmulo de reservas ainda amplia a credibilidade econômica, permitindo a redução das taxas de juros reais de equilíbrio e, assim, diminuindo o custo de acumular as reservas e o “esforço” para manutenção da estabilidade econômica. Ou seja, deve-se buscar o ciclo virtuoso ou o “equilíbrio bom” a lá Obstfeld [1987].

Assim, em janelas de oportunidade o governo brasileiro deve aproveitar para proceder com a liberalização da conta de capital, e aproveitar os benefícios de usufruir a poupança externa para financiar o desenvolvimento brasileiro. O ano de 2004 e início de 2005 são bons exemplos de janelas de oportunidade: alta liquidez, estabilidade e forte crescimento internacional, conjugados com estabilidade e crescimento econômico doméstico. As medidas de desburocratização das normas cambiais editadas no início de 2005 vão neste sentido, porém deveriam ser aprofundadas a fim de modificar o marco legal: garantir maior segurança jurídica ao fluxo de capitais e acabar com obrigatoriedades idiossincráticas, como a cobertura cambial<sup>35</sup>.

---

<sup>34</sup> Se não esterilizar a intervenção, o custo é a inflação em virtude da expansão monetária decorrente da acumulação de reservas.

Tabela 1- COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA ANEXO IV

	Valor da Carteira (% Total)					
	Valor da Carteira US\$ bilhões	Ações %	Derivativos %	Debêntures %	Moedas de Privatizaçã o %	Outros %
jan-93	2.37	82.50%	0.00%	2.30%	0.00%	15.20%
fev-93	2.35	73.90%	0.00%	4.80%	0.80%	20.50%
mar-93	2.49	85.00%	0.00%	0.30%	1.50%	13.20%
abr-93	3.42	79.00%	0.00%	3.80%	0.10%	17.10%
mai-93	4.05	80.00%	0.00%	2.20%	0.10%	17.70%
jun-93	4.83	82.60%	0.00%	2.70%	0.10%	14.60%
jul-93	5.15	73.50%	0.00%	4.80%	0.10%	21.60%
ago-93	6.88	70.30%	0.00%	4.00%	0.50%	25.20%
set-93	6.76	77.20%	0.00%	19.00%	2.60%	1.20%
out-93	7.45	68.20%	0.00%	29.30%	1.60%	0.90%
nov-93	8.96	65.20%	0.00%	33.60%	0.90%	0.30%
dez-93	10.38	80.10%	0.00%	18.50%	1.10%	0.30%
jan-94	12.12	82.50%	0.00%	15.90%	1.40%	0.20%
fev-94	13.23	83.32%	0.00%	14.14%	2.33%	0.21%
mar-94	14.51	78.26%	4.93%	13.31%	3.40%	0.10%
abr-94	12.83	75.32%	4.19%	15.97%	4.44%	0.08%
mai-94	12.97	67.90%	7.60%	16.10%	8.33%	0.07%
jun-94	13.57	66.68%	8.60%	15.16%	9.49%	0.07%
jul-94	16.15	70.99%	5.66%	15.12%	7.84%	0.39%
ago-94	21.31	73.40%	5.40%	11.20%	5.20%	4.80%
set-94	21.61	78.10%	3.20%	12.30%	5.00%	1.40%
out-94	20.77	77.35%	4.06%	12.72%	5.13%	0.74%
nov-94	21.83	78.62%	4.02%	11.15%	5.56%	0.65%
dez-94	20.97	77.54%	3.85%	12.41%	5.41%	0.79%
jan-95	17.84	76.69%	1.95%	13.93%	5.86%	1.57%
fev-95	15.76	77.44%	3.20%	12.20%	6.20%	0.96%
mar-95	13.30	82.77%	1.43%	8.43%	4.26%	3.11%
abr-95	15.08	84.87%	2.32%	6.80%	5.24%	0.77%
mai-95	16.99	85.84%	1.24%	7.89%	4.39%	0.64%
jun-95	16.92	85.19%	2.13%	7.61%	4.42%	0.65%
jul-95	18.58	84.78%	2.96%	7.57%	4.12%	0.57%
ago-95	20.63	86.46%	3.19%	5.94%	3.75%	0.66%
set-95	19.75	86.35%	3.01%	6.02%	4.12%	0.50%
out-95	18.97	86.51%	1.89%	7.22%	3.79%	0.58%
nov-95	18.81	88.95%	0.66%	4.95%	3.72%	1.72%
dez-95	18.65	89.46%	1.09%	5.54%	3.68%	0.23%
jan-96	20.29	90.84%	0.04%	4.72%	3.52%	0.88%
fev-96	20.33	90.33%	0.04%	4.46%	4.14%	1.03%
mar-96	19.27	89.79%	0.09%	4.75%	4.32%	1.05%
abr-96	19.77	89.16%	0.09%	5.64%	3.92%	1.19%
mai-96	21.21	90.09%	0.05%	5.66%	3.48%	0.72%
jun-96	23.33	91.11%	0.03%	4.48%	3.21%	1.17%
jul-96	23.28	90.22%	0.00%	5.65%	3.59%	0.54%
ago-96	24.07	90.51%	0.00%	5.52%	3.45%	0.52%
set-96	25.03	91.06%	0.00%	5.63%	3.19%	0.12%
out-96	25.71	91.22%	0.00%	5.58%	3.27%	-0.07%
nov-96	26.63	91.53%	0.00%	5.50%	3.20%	-0.23%
dez-96	28.16	91.96%	0.00%	5.72%	2.79%	-0.47%
jan-97	31.71	92.58%	0.00%	4.85%	2.11%	0.46%
fev-97	34.75	93.06%	0.00%	4.45%	1.94%	0.55%
mar-97	36.35	93.30%	0.00%	4.32%	1.88%	0.50%
abr-97	38.89	94.21%	0.00%	3.65%	1.74%	0.40%
mai-97	40.94	94.85%	0.00%	3.29%	0.19%	1.67%
jun-97	46.03	95.16%	0.93%	2.99%	0.92%	0.00%
jul-97	49.89	95.47%	0.69%	3.00%	0.84%	0.00%
ago-97	42.64	94.79%	0.63%	3.71%	0.87%	0.00%
set-97	46.11	95.24%	0.56%	3.37%	0.83%	0.00%
out-97	35.56	94.43%	0.88%	4.00%	0.69%	0.00%
nov-97	34.73	95.67%	0.52%	3.08%	0.72%	0.01%
dez-97	35.78	96.46%	1.39%	2.12%	0.00%	0.03%
jan-98	29.19	95.75%	1.93%	2.28%	0.03%	0.01%
fev-98	30.90	96.38%	1.48%	2.11%	0.03%	0.00%
mar-98	34.87	97.30%	1.27%	1.40%	0.02%	0.00%
abr-98	35.31	96.49%	2.04%	1.45%	0.02%	0.00%
mai-98	30.06	96.67%	1.57%	1.73%	0.03%	0.00%
jun-98	28.72	96.50%	1.57%	1.73%	0.03%	0.17%
jul-98	30.97	96.69%	1.66%	1.62%	0.03%	0.00%
ago-98	20.21	94.57%	2.53%	2.86%	0.04%	0.01%
set-98	17.21	95.25%	3.48%	1.22%	0.05%	0.00%
out-98	18.00	95.49%	3.37%	1.11%	0.04%	0.00%
nov-98	21.42	96.84%	2.30%	0.83%	0.03%	0.00%
dez-98	17.37	94.80%	4.16%	1.00%	0.04%	0.00%

<sup>35</sup> Franco e Pinho-Neto [2004] discutem com total propriedade as mudanças da legislação cambial e sobre o capital estrangeiro que deveriam ser realizadas no Brasil.

	<b>Valor da Carteira US\$ bilhões</b>	<b>Renda Fixa %</b>	<b>Ações %</b>	<b>Derivativos %</b>	<b>Debêntures %</b>	<b>Moedas de Privatizaçã o %</b>	<b>Outros %</b>
<i>jan-99</i>	11.85	0.00%	94.90%	3.85%	0.81%	0.00%	0.43%
<i>fev-99</i>	11.83	0.00%	95.50%	3.59%	0.71%	0.07%	0.13%
<i>mar-99</i>	16.02	0.00%	97.60%	1.61%	0.60%	0.10%	0.10%
<i>abr-99</i>	18.04	0.00%	97.90%	1.42%	0.46%	0.20%	0.03%
<i>mai-99</i>	17.54	0.00%	98.40%	0.90%	0.52%	0.20%	-0.02%
<i>jun-99</i>	18.23	0.00%	98.76%	0.23%	0.72%	0.29%	0.00%
<i>jul-99</i>	17.09	0.00%	98.95%	0.19%	0.69%	0.15%	0.02%
<i>ago-99</i>	15.90	0.00%	98.72%	0.02%	0.92%	0.10%	0.24%
<i>set-99</i>	17.51	0.00%	98.72%	0.02%	0.87%	0.30%	0.10%
<i>out-99</i>	17.79	0.00%	98.70%	0.08%	0.83%	0.28%	0.11%
<i>nov-99</i>	20.00	0.00%	98.77%	0.09%	0.81%	0.20%	0.13%
<i>dez-99</i>	23.11	0.00%	98.98%	0.04%	0.82%	0.02%	0.14%
<i>jan-00</i>	22.32	0.00%	98.48%	0.09%	1.17%	0.01%	0.25%
<i>fev-00</i>	22.95	0.00%	98.49%	0.07%	1.26%	0.01%	0.17%
<i>mar-00</i>	23.10	0.00%	98.44%	0.06%	1.29%	0.01%	0.20%
<i>abr-00</i>	22.45	1.76%	96.83%	0.05%	1.36%	0.01%	-0.01%
<i>mai-00</i>	20.05	2.28%	96.42%	0.11%	1.19%	0.01%	-0.01%
<i>jun-00</i>	23.07	4.61%	94.13%	0.10%	1.15%	0.01%	-0.01%
<i>jul-00</i>	23.58	6.62%	91.63%	0.05%	1.24%	0.01%	0.45%
<i>ago-00</i>	23.61	5.77%	92.67%	0.13%	1.23%	0.01%	0.19%
<i>set-00</i>	21.09	5.92%	92.52%	0.16%	1.27%	0.01%	0.12%
<i>out-00</i>	18.93	6.93%	91.48%	0.15%	1.31%	0.01%	0.12%
<i>nov-00</i>	17.78	7.50%	90.89%	0.24%	1.26%	0.01%	0.10%
<i>dez-00</i>	18.53	7.04%	91.92%	0.05%	0.91%	0.01%	0.07%
<i>jan-01</i>	21.25	6.37%	92.58%	0.10%	0.89%	0.01%	0.05%
<i>fev-01</i>	18.55	6.84%	92.35%	0.05%	0.67%	0.01%	0.08%
<i>mar-01</i>	17.09	9.27%	89.71%	0.16%	0.78%	0.01%	0.07%
<i>abr-01</i>	18.65	9.66%	89.20%	0.26%	0.84%	0.01%	0.03%
<i>mai-01</i>	17.75	10.59%	88.32%	0.23%	0.80%	0.01%	0.04%
<i>jun-01</i>	17.82	9.61%	89.47%	0.14%	0.72%	0.01%	0.04%
<i>jul-01</i>	15.81	11.93%	87.17%	0.15%	0.70%	0.01%	0.04%
<i>ago-01</i>	14.62	12.20%	86.47%	0.55%	0.72%	0.01%	0.05%
<i>set-01</i>	13.99	20.94%	75.99%	0.70%	2.33%	0.01%	0.03%
<i>out-01</i>	13.67	17.52%	78.67%	0.16%	2.79%	0.01%	0.85%
<i>nov-01</i>	14.42	11.86%	85.02%	0.50%	1.54%	0.01%	1.07%
<i>dez-01</i>	15.50	9.32%	88.45%	0.29%	0.73%	0.01%	1.20%
<i>jan-02</i>	14.59	9.73%	87.44%	0.75%	0.67%	0.01%	1.41%
<i>fev-02</i>	16.57	8.37%	89.08%	1.97%	0.34%	0.01%	0.22%
<i>mar-02</i>	16.34	8.52%	90.24%	0.41%	0.60%	0.01%	0.22%
<i>abr-02</i>	16.78	8.27%	89.55%	1.48%	0.59%	0.01%	0.11%
<i>mai-02</i>	15.02	8.19%	89.72%	1.38%	0.59%	0.01%	0.11%
<i>jun-02</i>	12.31	9.68%	87.50%	2.03%	0.67%	0.01%	0.11%
<i>jul-02</i>	9.18	11.90%	83.20%	4.21%	0.57%	0.01%	0.11%
<i>ago-02</i>	10.22	10.16%	85.56%	3.64%	0.43%	0.01%	0.20%
<i>set-02</i>	9.96	16.92%	77.29%	5.19%	0.43%	0.01%	0.16%
<i>out-02</i>	8.95	15.67%	79.97%	3.14%	1.01%	0.01%	0.20%
<i>nov-02</i>	9.06	16.94%	78.75%	3.02%	1.11%	0.01%	0.17%
<i>dez-02</i>	10.40	21.51%	74.70%	2.35%	1.15%	0.01%	0.27%
<i>jan-03</i>	10.04	22.72%	73.84%	1.88%	1.24%	0.01%	0.30%
<i>fev-03</i>	9.85	22.99%	72.13%	3.26%	1.29%	0.01%	0.32%
<i>mar-03</i>	10.68	18.93%	76.43%	2.85%	1.47%	0.01%	0.31%
<i>abr-03</i>	12.48	17.41%	78.06%	2.69%	1.43%	0.01%	0.40%
<i>mai-03</i>	12.64	16.50%	80.01%	1.71%	1.39%	0.01%	0.38%
<i>jun-03</i>	12.80	9.90%	80.30%	1.20%	1.40%	0.01%	7.19%
<i>jul-03</i>	13.31	15.60%	80.94%	1.44%	1.50%	0.01%	0.51%
<i>ago-03</i>	14.60	14.13%	82.81%	1.19%	1.38%	0.01%	0.48%
<i>set-03</i>	15.05	13.26%	83.94%	1.07%	1.24%	0.01%	0.48%
<i>out-03</i>	18.68	17.23%	76.76%	4.61%	0.95%	0.01%	0.43%
<i>nov-03</i>	17.64	11.63%	86.10%	0.82%	0.94%	0.01%	0.50%
<i>dez-03</i>	20.12	11.60%	86.79%	0.62%	0.68%	0.01%	0.30%
<i>jan-04</i>	20.02	11.69%	86.84%	0.61%	0.57%	0.01%	0.28%
<i>fev-04</i>	20.72	12.30%	86.30%	0.50%	0.60%	0.01%	0.29%
<i>mar-04</i>	20.96	12.51%	86.02%	0.55%	0.57%	0.00%	0.35%
<i>abr-04</i>	20.40	11.67%	85.21%	2.29%	0.57%	0.00%	0.26%
<i>mai-04</i>	18.41	10.62%	87.40%	1.10%	0.65%	0.00%	0.23%
<i>jun-04</i>	18.50	9.94%	87.67%	1.31%	0.84%	0.00%	0.24%