



# Análise de Conjuntura

Boletim periódico da Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados

Os textos são da exclusiva responsabilidade de seus autores. O boletim destina-se a promover discussões sobre temas de conjuntura e não reflete a posição de parlamentares, de suas assessorias ou do corpo técnico da Câmara dos Deputados.

NESTA EDIÇÃO: IOF sobre ADR.

## IOF sobre ADR: governo aperta o cerco

*Passado quase um mês da taxaço de 2% de IOF sobre a entrada de capital estrangeiro para investimentos de portfólio, o Poder Executivo, no último dia 18, estabeleceu nova incidência do imposto, desta vez à alíquota de 1,5% sobre a emissão de 'depository receipts' (DR) negociados no exterior e lastreados com ações brasileiras.*

*À primeira vista, essa última medida, ao contrário da primeira, não visava a controlar a apreciação do real. Oficialmente, buscava-se conter a migração dos negócios da bolsa de valores de São Paulo para as de Nova Iorque, já que se registrou aumento significativo das operações com ADR desde a implantação do IOF sobre ingresso de recursos externos.*

*No entanto, o normativo fechou lacunas deixadas pela primeira medida e deve produzir efeitos sobre o câmbio, em razão do aumento dos custos para a emissão de DR. Afinal, a negociação desses papéis no exterior vinha carreando divisas para o Brasil.*

Em meados de outubro, o governo estabeleceu a incidência de IOF, à alíquota de 2%, sobre a entrada de capital externo no País para investimentos em rendas fixa e variável (Decreto nº 6.983/2009). A medida despertou grande preocupação, vez que os estrangeiros têm respondido por um terço dos negócios no mercado acionário brasileiro e, especificamente nas ofertas públicas iniciais de 2009, sua participação superou, na média, dois terços do volume financeiro total.

Temia-se, diante disso, que os investimentos internacionais em ações e títulos brasileiros migrassem para outros países, reduzindo a liquidez no mercado local e prejudicando sobretudo empresas menores, que tendem a encontrar maiores dificuldades para lançar programas de DR.

### Expediente

Boletim de Análise de Conjuntura (BAC). Ano 1, nº 39. Quarta-feira, 25 de novembro de 2009.

Colaboraram neste número: Aurélio Guimarães Cruvinel e Palos e Humberto Veiga. Revisão: João Ricardo Motta, Marcos Pineschi e Murilo Soares.

O Boletim de Análise de Conjuntura é uma publicação da Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados. Destina-se a promover o debate sobre temas de conjuntura e não reflete a posição de parlamentares, de suas assessorias ou do corpo técnico da Câmara dos Deputados, incluída a Consultoria Legislativa.

## O que é ADR?

O DR é um recibo de depósito de ações, isto é, um documento que atesta a existência de uma quantidade determinada de ações de uma companhia depositada sob a guarda de um custodiante. Esse recibo pode ser negociado em bolsa de valores. Os DR mais comuns são os *American Depositary Receipts* – ADR, que representam ações de empresas não norteamericanas negociadas nas bolsas dos Estados Unidos, com cotações e pagamentos de dividendos em dólares. Para facilitar a negociação, cada DR representa uma quantidade fixa de ações da companhia em questão.

Objetivando melhor ilustrar o funcionamento dos ADR, são descritos abaixo os processos de emissão e de cancelamento:

### Emissão:

- i) o corretor, nos Estados Unidos, submete a ordem de compra a uma corretora no Brasil, que adquire as ações equivalentes à quantidade de ADR multiplicada pelo índice (número de ações da companhia para cada recibo);
- ii) as ações são depositadas no banco custodiante;
- iii) a agência americana do banco custodiante recebe o aviso de depósito, emite um novo recibo (ADR) e o entrega ao corretor nos Estados Unidos;
- iv) o corretor liquida a operação física e financeiramente.

### Cancelamento:

- i) o corretor devolve os ADR à agência americana do banco custodiante e solicita o cancelamento;
- ii) a agência autoriza o banco custodiante a liberar as ações;
- iii) o custodiante libera e entrega as ações conforme instruções.

A emissão de ADR para negociação em bolsas de valores nos Estados Unidos submete a empresa brasileira a processo de autorização da autoridade reguladora do mercado de capitais daquele país.

## Taxação do capital externo: primeiros desdobramentos

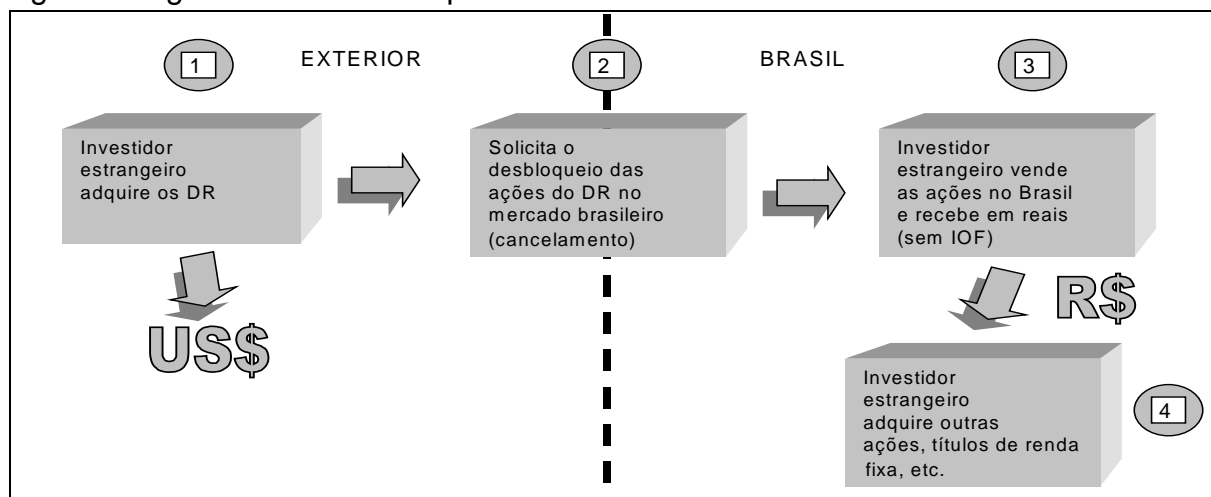
Passado pouco mais de um mês da imposição de IOF sobre a entrada de recursos externos, o receio que o mercado tinha materializou-se, pelo menos em parte. O fluxo de investimentos estrangeiros na bolsa de São Paulo desde a adoção da medida é negativo em R\$ 3,3 bilhões; até o fim de outubro, o fluxo líquido médio em 2009 era positivo em R\$ 1,9 bilhão ao mês.

Por outro lado, o volume financeiro na Bovespa manteve-se crescente. Desde 19 de outubro, excluídas as datas em que ocorreram vencimentos de opções ou de contratos futuros, movimentaram-se na bolsa brasileira, em média, R\$ 6,7 bilhões diários; para os trinta pregões anteriores à medida, a média foi de R\$ 5,7 bilhões.

O aumento do giro financeiro no mercado brasileiro parece ter explicação simples. A fim de se esquivar da incidência do IOF, o investidor estrangeiro teria passado a comprar DR de empresas brasileiras para, de imediato, solicitar seu

cancelamento. Fazendo isso, o banco depositário entregaria as ações correspondentes, livremente negociáveis no Brasil, sem a necessidade de liquidar operação de câmbio. De posse dessas ações, o investidor poderia dar a elas o destino que quisesse, inclusive vendê-las e aplicar o dinheiro no mercado de renda fixa. O processo está ilustrado na figura 1.

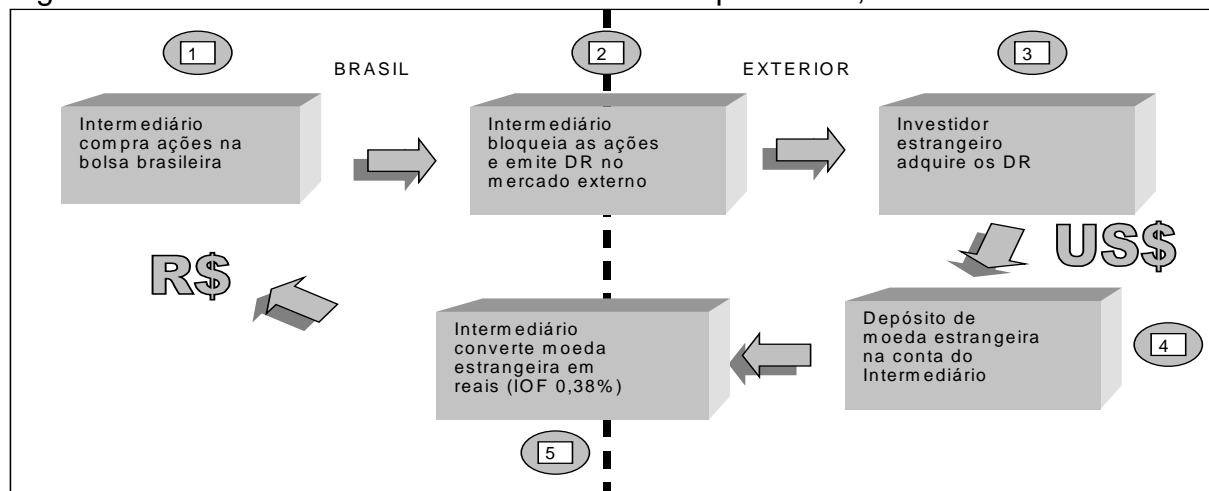
Figura 1: Ingresso de recursos por meio de cancelamento de DR



Trata-se, de fato, de uma operação de investimento em portfólio que não se sujeita ao IOF de 2%.

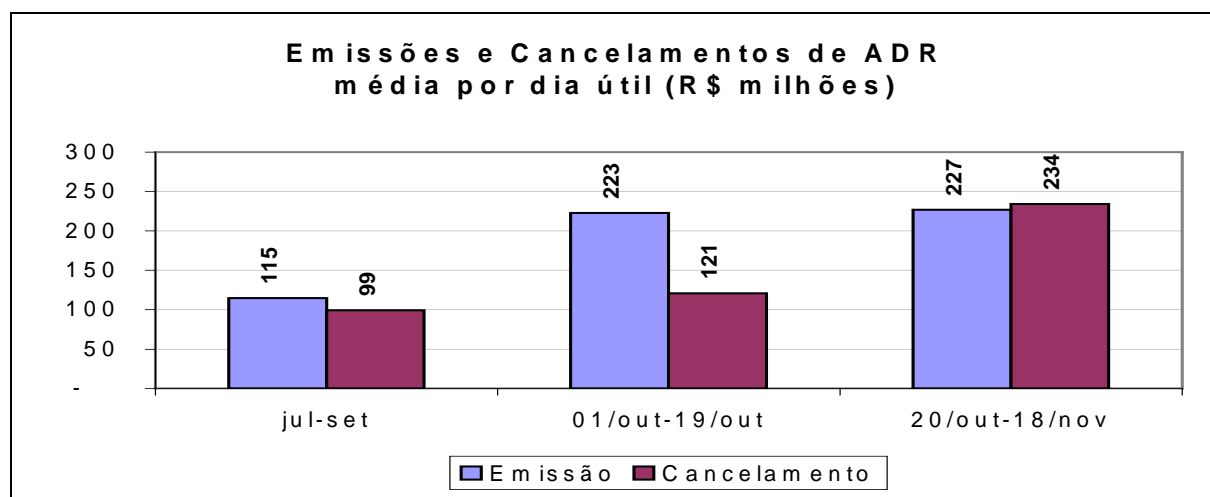
A tributação do investidor estrangeiro abriu espaço, até mesmo, para que intermediários no Brasil recompusessem o estoque de ADR, fazendo arbitragem entre papéis negociados nos Estados Unidos e na bolsa brasileira. Esses intermediários vinham adquirindo ações brasileiras e solicitando a emissão de ADR para venda em Nova Iorque. Concretizada a venda, os intermediários – contribuintes domiciliados no País – trocavam os dólares por reais, operação sobre a qual incide apenas 0,38% de IOF – e não os 2% cobrados do investidor externo. Sucessivas operações como a descrita geravam economia tributária apropriada entre intermediários e estrangeiros, e, de quebra, pressionavam a taxa de câmbio na volta dos recursos, em sentido oposto ao pretendido pelo ato de outubro. A figura 2 ilustra o mecanismo.

Figura 2: Círculo vicioso do DR antes da nova alíquota de 1,5%



Com esta configuração, restava aberta uma porta pela qual a entrada de investidores estrangeiros para o mercado brasileiro, tanto de ações, quanto de títulos e demais opções de investimentos, era possibilitada sem o pagamento da alíquota de 2%.

Dados apresentados pela BM&F/Bovespa alinham-se com essa hipótese, conforme o gráfico a seguir:



Fonte: BM&F/Bovespa. Elaboração própria (exclui Santander).

Houve incremento tanto nas emissões quanto nos cancelamentos de ADR. Na média diária, as emissões aumentaram de R\$ 130 milhões, entre 1º de julho e 19 de outubro, para R\$ 227 milhões entre 20 de outubro e 18 de novembro (+75%); para os cancelamentos, o crescimento foi mais expressivo: de uma média diária de R\$ 102 milhões no primeiro período, para R\$ 234 milhões a partir da imposição do IOF: quase 130% de aumento.

Dessa forma, a situação imposta pela primeira medida havia causado dois efeitos na BM&F/Bovespa: o primeiro, negativo, deslocou as operações com ações do mercado interno para o mercado internacional de DR, restando no País papéis bloqueados. O outro, positivo para a Bovespa, atraiu recursos de investidores de renda fixa, que antes não tinham razão para transitar pelo mercado de ações (conforme figura 1).

### **Decreto nº 7.011/2009: por que tributar as emissões de ADR?**

Apesar do pouco tempo decorrido desde a taxaçoão do capital externo e de ainda pairarem incertezas acerca de seus efeitos sobre nosso mercado de capitais, o Poder Executivo editou, em 18 de novembro, o Decreto nº 7.011/2009, que estabeleceu incidência de IOF, desta vez à alíquota de 1,5% “na cessão de ações que sejam admitidas à negociação em bolsa de valores localizada no Brasil, com o fim específico de lastrear a emissão de *depository receipts* negociados no exterior”.

Em bom português, o normativo tributoou em 1,5% as novas emissões de DR. Com isso, o mecanismo de recomposição do estoque desses títulos (ver figura 2) foi praticamente inviabilizado, pois o custo tributário para os intermediários subiu para 1,88% (1,5% + 0,38%). Cabe lembrar que existem, ainda, custos operacionais para emitir os DR.

O Decreto não mencionou os cancelamentos. Embora ainda permaneça aberta a janela para driblar o Fisco e internalizar capital para investimentos de curto prazo sem a cobrança de IOF, o restabelecimento do volume de DR em circulação deverá ser comprometido. Logo, haverá uma tendência à conformação entre preços dos DR e das ações no Brasil, incluída a tributação brasileira e os custos operacionais.

A cobrança recém-instituída, ainda que, à primeira vista, não parecesse alcançar diretamente o mercado de divisas – afinal, a tributação incide sobre uma operação que não envolve câmbio –, acabou por assim fazê-lo. Ao restringir a realimentação do mercado acionário estrangeiro com novos recibos, espera-se recuperar a eficácia pretendida na tributação do ingresso de investimentos externos. Pelo menos, até que descubram novas brechas no “queijo suíço” que é o mercado financeiro. Enquanto isso, a Fazenda faturará seus 2% sobre o capital estrangeiro que pretenda entrar no País.