

# TRIBUTAÇÃO INTERNACIONAL E MERCADO DE CAPITAIS

## INTERNATIONAL TAXATION AND CAPITAL MARKETS

Carolina Barbosa Marques

**Resumo:** O mercado de capitais é o âmbito financeiro em que há a compra e a venda de valores mobiliários, ativos financeiros de empresas e outras unidades econômicas, como ações e títulos de dívida de longo prazo. O mercado de capitais dá aos investidores a possibilidade de participar como sócios, proporcionalmente, no capital da empresa investida. Em contrapartida, as empresas têm a possibilidade de colocar parte de seu capital entre um grande número de investidores com o objetivo de financiar o capital de giro e a sua expansão. O mercado de capitais é o onde os agentes de mercado buscam financiamentos a médio e longo prazo para fazer investimentos focados na expansão de seus negócios. Ao negociar ativos de prazo mais longo do que no mercado monetário, incorpora maior risco, assim, os ganhos de capital se tornam uma fonte de tributação nos países em desenvolvimento.

**Palavras-chave:** Mercado de Capitais. Negócios. Tributação.

**Abstract:** The capital market is part of the financial sphere in which there is the purchase and sale of securities, financial assets of companies and other economic units, such as stocks and long-term debt securities. The capital market gives investors the possibility to participate as partners, proportionally, in the capital of the invested company. On the other hand, companies are able to place part of their capital among a large number of investors in order to finance working capital and expansion. The capital market is what market agents seek for medium and long-term financing to make investments. By trading longer-term assets than on the money market, it incorporates greater risk. Thus, capital gains



are a suitable source of taxation in developing countries.

**Keywords:** Capital Market. Business. Taxation.

## **INTRODUÇÃO**

A partir do final da década de 1990, “globalização” tornou-se uma palavra da moda para descrever a aparente integração dos mercados na economia mundial. Nesse sentido, vários recursos foram utilizados para que os sujeitos pudessem compreender as novas tendências deste mercado cada vez mais integrado. Com as chamadas revoluções tecnológicas, esse processo foi ainda mais acelerado, criando uma nova realidade em que as chamadas moedas virtuais passaram a ser uma realidade para as atuais negociações.

Os economistas em geral concordam que os ganhos de capital são uma fonte de tributação nos países em desenvolvimento. Essa visão foi expressa na Conferência de Assistência Técnica sobre Administração Fiscal Comparada em Genebra em 1951 e, mais recentemente, na Conferência de Santiago sobre Política Fiscal para o Crescimento Econômico na América Latina.

Nesse contexto, o imposto sobre ganho de capital incide sobre a valorização dos bens e é comumente cobrado apenas quando o aumento de valor é realizado por meio de venda ou troca. Deve ser distinguido do imposto sobre o patrimônio líquido, imposto por morte e outros impostos sobre capital, pois estes são avaliados sobre o valor total dos ativos.

Os ganhos de capital em países em desenvolvimento diferem daqueles em países já desenvolvidos. No primeiro, os ganhos de capital são principalmente provenientes da venda ou permuta de imóveis, e no segundo, principalmente da venda de títulos. Três razões explicam a preponderância dos ganhos de capital imobiliários nos países em desenvolvimento: a concentração da riqueza em imóveis; a predominância no setor societário de empresas estrangeiras cujas ações são de propriedade de não



residentes tributados no exterior; e o uso generalizado de ações ao portador, o que limita a eficácia da tributação de ganhos de capital de ações.

Como os ganhos de capital nos países em desenvolvimento resultam em grande parte de investimentos em terras, a tributação desses ganhos é justificável na medida em que tais investimentos não são socialmente produtivos e são altamente especulativos. Portanto, um imposto sobre ganhos de capital desencoraja investimentos que não estejam alinhados com os objetivos sociais e econômicos dos países em desenvolvimento. Esse imposto é um incremento que geralmente reverte para o grupo de alta renda e, portanto, fornece um elemento de progressividade no sistema tributário. Essa função é particularmente importante em países em desenvolvimento com alta concentração de riqueza e/ou com um sistema tributário regressivo. O imposto sobre ganhos de capital combinado com um imposto de renda progressivo bem estruturado e taxas sobre o capital seriam úteis para promover a equidade fiscal.

O efeito lock-in de um imposto sobre ganhos de capital em países em desenvolvimento pode ter repercussões importantes na mobilidade e composição dos investimentos; por outro lado, o efeito adverso sobre os investimentos é menos grave do que o alegado, a julgar pela estrutura geral de taxas baixas e pela natureza restrita do imposto sobre ganhos de capital em muitos países em desenvolvimento.

A administração e o potencial de receita do imposto devem ser considerados na introdução de um imposto sobre ganhos de capital. Tal imposto é complexo e necessita de alto custo administrativo para torná-lo eficaz. A experiência em muitos países mostra que a receita do imposto é baixa, no entanto, o alto custo de administração de um imposto sobre ganhos de capital e o baixo rendimento potencial podem ser parcialmente compensados pelo fato de que os administradores fiscais podem ter acesso a registros que auxiliam na administração do imposto de renda e outros impostos. Um país em desenvolvimento considerando a adoção de um imposto sobre ganhos de capital deve pesar cuidadosamente suas consequências econômicas, sociais, administrativas e de receita.



Essa pesquisa foi desenvolvida a partir de uma revisão bibliográfica exploratória que examinou de forma qualitativa os textos inclusos após a seleção com o uso de descritores. Quanto ao método, para analisar a categoria das possíveis consequências da utilização da criptomoeda no Brasil, optou-se pelo dedutivo.

Os mercados de capitais são uma realidade no contexto social. Logo, essa pesquisa busca colaborar compreendendo como a sociedade está lidando com essa nova realidade. Quando da sua relevância científica, esse estudo se justifica pela falta de estudo sistemática, principalmente, quando da observação frente no contexto pandêmico em que houve um aumento da utilização desse tipo de moeda. Por fim, a relevância jurídica dessa pesquisa se faz pela escassez de uma produção direcionada a compreender o movimento do objeto.

### **A ORIGEM DO SISTEMA MONETÁRIO**

O sistema monetário refere-se ao conjunto de instituições, regras e acordos que regem o comércio e a atividade financeira de um país, proporcionando um fornecimento adequado de meios de pagamento para transações da economia. Seu principal objetivo é gerar a liquidez monetária necessária para a implantação de atividades econômicas de forma fluida. O avanço da divisão do trabalho e especialização em economias exigiu o uso de diferentes meios de pagamento para facilitar o comércio de bens e serviços e superar as limitações do produto escambo. Para esta finalidade diversos produtos valiosos, tais como: gado bovino, cobre, sal, pimenta, lã, bacalhau, ou cacau etc., foram utilizados inicialmente (YIN, 2015).

O “dinheiro mercadoria” era, portanto, um tipo de dinheiro cujo valor estava principalmente atrelado ao valor intrínseco de tais bens. Mais tarde, o uso de moedas veio para cumprir as funções de ser um valor de referência para vários produtos cuja aceitação foi tornando-se generalizada. E que seja, por conseguinte, facilmente transportável, uma vez que, é difícil de ser falsificada e haja a pos-



sibilidade de ser separável para facilitar as transações (YIN, 2015).

O uso principalmente de ouro, prata e metais preciosos facilitou o progresso rumo a uma economia monetária, acrescentando outra importante função da moeda, que é o de se constituir como uma reserva de valor, isto é, o poder de permitir armazenamento para possibilitar a sua utilização no tempo ou espaço requerido. Assim, as principais funções dos instrumentos monetários são, de acordo com Yin (2015):

Facilitar as comparações de valor entre as mercadorias nos mercados, ou seja, constituem uma unidade de conta dentro de um padrão comum para as trocas; ter uma aceitação geral como meio de pagamento em transações; permitir açambarcamento, a fim de facilitar a distribuição de poder de compra ao longo do tempo ou espaço, ou seja, ser uma reserva de valor. Após o estabelecimento de bancos comerciais, o uso da moeda metálica foi acompanhada pelo desenvolvimento do dinheiro de papel e ocasionou uma progressiva dissociação com seu metal original (YIN, 2015, p. 14).

Na verdade, o uso de notas de banco tornou-se um instrumento monetário desprovido de valor intrínseco como uma mercadoria, mas com pleno valor como meio de pagamento e reserva de valor quando se tem de garantir a promessa de valor de conversão do banco emissor em ouro, usando reservas existentes em bancos. Posteriormente, esta garantia metálica seria eliminada e substituída por uma aceitação generalizada que se baseava exclusivamente nas disposições legais estabelecidas por obrigação no âmbito público da aceitação (YIN, 2015).

Os recursos do sistema monetário incluem, portanto, as moedas e dinheiro de papel ou bilhetes, que são a moeda utilizada manualmente, ou “moeda manual”, e depósitos no sistema bancário, ou “moeda fiduciária”. Os depósitos em poder do público nas contas correntes dos bancos comerciais permitem a sua disposição imediata como meio de pagamento através de cheques ou cartões de débito



e cartões de crédito, que podem ser usados em caixas eletrônicos, e para pagamentos correntes nos diferentes estabelecimentos comerciais. O pagamento em cartões de débito é cobrado diretamente na conta corrente ou conta poupança titular, até o limite de fundos existentes em tais contas (YIN, 2015).

Pelo contrário, com cartões de crédito você pode fazer compras, mesmo que o indivíduo não tenha fundos suficientes, uma vez que é possível obter uma dívida junto ao banco, cujo montante deverá ser devolvido mais tarde. Ativos detidos por agentes econômicos podem ser diferenciados em ativos reais e ativos financeiros. Ambos compõem os ativos dos agentes econômicos, ou seja, o conjunto de ativos de sua propriedade, suscetível de uma estimativa econômica.

Ativos reais são terrenos, edifícios, equipamentos, instalações ou outros; enquanto os ativos financeiros são caixa, depósitos bancários e crédito emitido por empresas, pessoas físicas e setor público, sejam eles ações, títulos, notas promissórias, títulos de dívida, títulos do Tesouro ou outros. Alguns desses ativos podem ser usados imediatamente para efetuar pagamentos. Dizem, então, que são ativos líquidos (YIN, 2015).

No entanto, outros ativos exigem um determinado período de tempo para serem convertidos em dinheiro, por exemplo, uma casa, um terreno ou a pintura de um pintor famoso. Este tipo de ativo tem, portanto, um menor grau de liquidez. Os agentes econômicos precisam dispor de uma parte de seus ativos em forma líquida para poderem cobrir suas despesas correntes ou despesas imprevistas.

O funcionamento de uma economia requer, portanto, o fornecimento de um volume de operações de mídias e de pagamentos apropriados a todo o sistema econômico, ou seja, deve haver proporcionalidade entre a renda gerada em uma economia e o volume de meios de pagamento que é necessário para isso (YIN, 2015).

Assim, pode-se expor a seguinte equação:  $K = H / Y$ , onde  $K$  é a razão entre o volume de meios de pagamento ( $M$ ), necessários para as operações na economia, enquanto que  $Y$  é o rendimento gerado no mesmo processo. Além disso, a velocidade da circulação monetária ( $V = Y / M$ ), indica o número de vezes que, em média, as unidades monetárias devem ser convertidas em renda ao longo do



período em que a renda é gerada (Y).

O crescimento das atividades produtivas deve ser acompanhado, portanto, pela disponibilidade dos meios de pagamento necessários. No caso em que o crescimento dos meios de pagamento for maior que a taxa de crescimento das atividades produtivas do sistema econômico, haverá tensões para o aumento dos preços das mercadorias e, por consequência, a inflação (YIN, 2015).

Como mostrado anteriormente, a correspondência entre o volume de meios de pagamento e transações para definir o sistema econômico requer a operação de diferentes instituições de natureza monetária e financeira entre as quais devemos mencionar os bancos comerciais, o banco central da nação e intermediários financeiros.

O sistema financeiro é formado por instituições, meios, instrumentos e mercados, cujo objetivo primordial é canalizar as economias geradas pelas empresas e unidades de despesa para o investimento produtivo, tentando também facilitar e assegurar o movimento do dinheiro e da renda, o que se traduz pelo sistema de pagamento em uma economia (YIN, 2015).

O sistema financeiro inclui, portanto, os instrumentos ou ativos financeiros, bem como as instituições ou entidades intermediárias e os mercados financeiros, sendo as entidades intermediárias responsáveis pela compra e venda dos ativos nos mercados financeiros. É tudo isso abaixo antes de abordar a questão da inflação, a importância da política monetária e da política fiscal e orçamental e o processo de formação de preços nas economias de mercado.

Os bancos comerciais são entidades financeiras que coletam recursos de poupança (depósitos) de clientes e, assim, concedem empréstimos ou financiamentos a outras pessoas, entidades ou empresas, beneficiando-se do diferencial entre a taxa de juros paga àqueles que fazem os depósitos e a taxa de juros cobrada às pessoas ou empresas a quem elas fornecem créditos ou empréstimos. Os depósitos criados pela cobrança de recursos de pessoas físicas podem ser depósitos à vista (contas correntes), depósitos a prazo (cadernetas de poupança) ou depósitos de poupança. Em depósitos à vista e contas de poupança, os depositantes (clientes) podem levantar fundos a qualquer momento, seja



através de cheques bancários ou através do uso de cartões de débito ou crédito (YIN, 2015).

As taxas de juros pagas pelos bancos aos titulares de contas correntes ou contas de poupança são normalmente nulas ou quase nulas, enquanto os depósitos a prazo têm uma taxa de juros reduzida, mas só é possível ter esses depósitos no banco a uma espécie de termofixo. Como já assinalado, o nível de liquidez dos depósitos à vista e de poupança é muito alto ou totalmente líquido, sendo um pouco menor que os dos depósitos a prazo. A criação de moeda de banco pelos bancos comerciais ocorre através de um processo de expansão múltipla de depósitos (YIN, 2015).

Como os bancos comerciais devem apenas manter um percentual desses depósitos como reservas bancárias, o restante os utiliza para fazer empréstimos ou créditos a outros clientes. As reservas bancárias, também chamadas de relação caixa ou reserva financeira, são as quantias legalmente exigidas pelos bancos comerciais para manter reservas líquidas no banco central da economia, a fim de garantir a estabilidade financeira em caso de instabilidade econômica e oferta, assim, uma imagem de solvência para os clientes (YIN, 2015).

Esse índice de caixa garante que o banco possa lidar com possíveis retiradas maciças de fundos de seus clientes. A relação de caixa torna-se, assim, um instrumento importante para o controle da oferta monetária do sistema, ou seja, o conjunto de meios de pagamento nas mãos do público.

Assim, após a dedução dos montantes exigidos como reservas bancárias no Banco Central do país, os bancos comerciais utilizam a parte restante dos depósitos para fazer empréstimos a outros clientes, estes podem ser tanto pessoas físicas ou jurídicas (YIN, 2015).

Dessa forma, as pessoas que recebem esses créditos ou empréstimos podem liquidar suas dívidas ou fazer compras, o que permite que os recebedores desses valores sejam colocados em contas correntes ou de poupança. Esses novos depósitos permitem a repetição do processo de criação de moeda do banco, uma vez que os bancos comerciais só precisam manter a porcentagem desses novos depósitos como reservas bancárias no Banco Central, e o restante pode estar sujeito a novos empréstimos ou empréstimos a outras pessoas (YIN, 2015).



Como pode ser visto, quanto maior o índice de caixa exigido pelo Banco Central do país, menor a quantidade de novos depósitos que podem ser convertidos em moeda do banco. O volume total de depósitos ou dinheiro bancário criado em todo este processo será igual ao depósito inicial multiplicado por  $1 / C$ , onde (C) é a relação de caixa (YIN, 2015).

No entanto, nem todas as pessoas que recebem créditos ou empréstimos de bancos comerciais decidem colocá-los em sua totalidade como novos depósitos, uma vez que retêm uma parte dos valores recebidos para fazer compras para seu consumo ou outras atividades de gastos. O grau diferente de retenção de dinheiro pelos indivíduos (r), faz com que o efeito multiplicador da criação de moeda bancária seja igual a  $(1 - r) / C$ , onde r é o grau de retenção de dinheiro pelo público. O coeficiente de caixa (C) de um banco é, portanto, o quociente entre suas reservas (R) e os depósitos concedidos (D), ou seja:  $C = R / D$  (YIN, 2015).

A função de relação de caixa é o de multiplicador da criação de dinheiro do banco. A relação de caixa é diferente de acordo com os países. Nos Estados Unidos, varia entre 0% e 10% dependendo do tipo de depósito, enquanto na Zona do Euro, a relação de caixa varia entre 0% e 3%. Por sua vez, no Brasil, o índice de caixa é de 20%, enquanto na China é de 19,5% (YIN, 2015).

Diante dessas circunstâncias de separação entre fluxos reais e monetários, a solução tem sido recorrer a instrumentos de crédito, instrumentos através dos quais os vendedores obtêm dos compradores a promessa do pagamento futuro correspondente. De fato, a moeda ou as cédulas não passam de um certificado de crédito especial, já que aqueles que as recebem aceitam um meio de pagamento que podem usar a qualquer momento para a aquisição de bens ou serviços. Os bancos comerciais têm, de fato, entre suas principais funções, a conversão de instrumentos de crédito em meios de pagamento. Assim, os principais instrumentos do sistema de crédito ou conjunto de instituições de crédito em um país são os meios de pagamento e os instrumentos de crédito (YIN, 2015).

Em relação ao Banco Central, a principal instituição do sistema financeiro, cujas principais funções são as seguintes:



Atuar como a principal Autoridade Monetária do país, estabelecendo os propósitos e instrumentos da política monetária e de crédito, preparando a estatística monetária e financeira, e realizando a inspeção do sistema bancário; Supervisionar o sistema monetário e creditício, a fim de assegurar seu adequado funcionamento, evitando problemas que possam afetar a economia como um todo; Autorizar a emissão de papel-moeda e notas de banco e realização de operações do Tesouro Público; Atuar como “banco de bancos” e como banco estatal, concedendo empréstimos e administrando a emissão de títulos públicos; Controlar operações econômicas no exterior, bem como a compra e venda de moedas estrangeiras (BRASIL, 2022).

O Banco Central pode receber depósitos do setor público, bancos comerciais ou do setor externo. Todos esses depósitos fazem parte do passivo do balanço do Banco Central, juntamente com o caixa em circulação na economia, ou seja, as moedas e letras emitidas nas mãos dos indivíduos.

Enquanto isso, no balanço do Banco Central incluem-se os direitos que na relação a terceiros se portam como resultado de empréstimos para o setor público (títulos do governo), setor privado (dívida privada) ou do setor externo (dívida de países estrangeiros). Também estão incluídos nos ativos do Banco Central as reservas de ouro e de moeda estrangeira e outros ativos de sua propriedade como: edifícios, instalações, móveis etc. (YIN, 2015). Por sua vez, a oferta ou base monetária consiste na moeda em circulação na economia, mais os depósitos dos bancos comerciais no Banco Central, o que pode aumentar ou diminuir a quantidade de dinheiro em circulação na economia.

A quantidade de dinheiro em uma economia é uma variável de grande importância, uma vez que está relacionada com o volume de trocas no sistema econômico. Portanto, é necessário que as autoridades monetárias estabeleçam critérios adequados para definir o volume total dos meios de pagamento necessário em uma economia, ou seja, a oferta de papel-moeda. O pagamento (M1) é com-



posto de dinheiro em poder do público (Ep), mais depósitos à vista (DV). Estes são os componentes da oferta de moeda com maior grau de liquidez:  $[M1 = Ep + Dv]$  (YIN, 2015).

No entanto, existem outros meios de pagamento com um menor grau de liquidez, tais como depósitos de poupança e depósitos a prazo, que também podem ser vistos como parte de outros agregados de oferta de moeda, neste caso, chamado M2 e M3.  $M2 = M1 + \text{Depósitos de poupança}$ .  $M3 = \text{depósitos a prazo}$ , expressando liquidez do país  $M2 +$ .

Finalmente, se são adicionados outros instrumentos de curto prazo financeiros à oferta de moeda agregada (M3), tais como Letras do Tesouro Nacional. O agregado (M4) oferta de moeda, que inclui os ativos líquidos totais em poder do público é obtido (ALP), que é o conjunto de dinheiro disponível.  $[M4 = M3 + \text{outros ativos líquidos}]$ .

A demanda por transações de dinheiro depende do nível de renda alcançado, uma vez que, com o aumento da renda, o mesmo acontece com o volume de transações dos agentes econômicos. No caso de demanda por dinheiro para transações econômicas, os ativos líquidos predominam, isto é, aqueles que podem ser usados imediatamente. Enquanto isso, a demanda por dinheiro para aplicações financeiras especulativas e a taxa de juros é importante, porque a quantidade de dinheiro exigida para estas aplicações aumenta quando a taxa de juros é reduzida e vice-versa (YIN, 2015).

Neste ponto, deve sublinhar-se que a principal função de um sistema financeiro é mobilizar poupanças, fazendo girar as engrenagens da economia, que para os investimentos de natureza produtiva, as aplicações de orientação especulativa representa uma adulteração do sistema financeiro, no qual acaba introduzindo elementos de incerteza no sistema econômico em relação ao funcionamento da economia real, ou seja, na produção e geração de emprego (YIN, 2015).

Nas últimas décadas, o predomínio de posições neoliberais impôs a visão de que os bancos centrais devem ser autoridades independentes dos respectivos governos, o que os torna não controlados por autoridades democráticas dos respectivos países, deixando-os apenas sob a influência de grandes interesses financeiros privados internacionais.



Essa “independência” dos bancos centrais, em matéria de controle democrático dos governos dos países, é, na verdade, parte de grupos financeiros privados de desapropriação internacional, a ínfima fração hegemônica dos detentores do capitalismo global, os quais conseguiram capturar um dos instrumentos fundamentais da política monetária de um país (YIN, 2015).

É bem verdade, que também deve-se destacar a respeito da intermediação financeira para o desenvolvimento econômico. Aqui neste ponto, o Banco Central e os bancos comerciais constituem, como vemos, as instituições mais relevantes do sistema monetário e de crédito. Outras entidades também lidam com as tarefas de intermediação financeira, a fim de capturar as economias dos indivíduos e oferecer-lhes alternativas de investimento, para manter suas carteiras de ativos financeiros rentáveis. Para fazer isso, essas entidades oferecem diferentes fundos ou aplicativos financeiros, cuja finalidade não é outra senão alcançar o maior retorno financeiro.

O Banco Central, os bancos comerciais, as caixas de poupança e as cooperativas de crédito são intermediários financeiros bancários. Algumas de suas obrigações são aceitas pelo público como meio de pagamento de contas e depósitos à vista e, portanto, têm a capacidade de gerar dinheiro (YIN, 2015).

Existem, no entanto, intermediários financeiros não bancários, entre os quais constam as seguradoras, os fundos de pensão ou fundos mútuos, as empresas de investimento imobiliário, os fundos de investimento, as empresas de arrendamento mercantil, de factoring e empresas de garantia mútua, entre outros. Esses intermediários financeiros não bancários são caracterizados porque seus passivos não são dinheiro, portanto, sua atividade é mais mediadora do que a dos intermediários financeiros bancários (YIN, 2015).

Por outro lado, a Bolsa de Valores é o mercado oficial de valores mobiliários que permite às empresas colocar títulos entre o público e, através de operações de compra e venda de ações, títulos, certificados de investimentos e outros instrumentos de crédito ou valores mobiliários inscritos na bolsa de valores, podendo transformá-los em recursos líquidos.



Assim, a Bolsa permite o encontro direto entre pessoas que têm dinheiro e querem investir (investidores), e corretores ou revendedores que estão autorizados a aconselhar ou fazer investimentos diretos ou transações com títulos nos mercados financeiros (YIN, 2015).

Entretanto, muitas dessas entidades de intermediação financeira não asseguram a orientação de tais economias para investimentos produtivos que o sistema econômico requer para aumentar sua capacidade produtiva para o futuro, ou seja, investimentos de natureza tecnológica ou social, novos equipamentos de capital, inovações ambientais etc.

Dessa forma, o sistema financeiro que visa manter a rentabilidade da carteira de ativos financeiros de pessoas físicas não é suficiente para sustentar o desenvolvimento econômico, social e ambiental de uma economia. É necessário ter uma intermediação financeira para o desenvolvimento ou, em outras palavras, um Banco de Desenvolvimento Público (YIN, 2015).

Deve-se ressaltar que os recursos que os bancos comerciais captam não são economia no sentido estrito do termo, ou seja, para garantir investimentos produtivos no sistema econômico, mas somente com a finalidade de fazer frente às despesas correntes, algo muito diferente da poupança; que é orientada para o investimento produtivo do sistema econômico.

Por todas estas razões, a intermediação financeira é necessária para o desenvolvimento, a fim de assegurar a realização dos investimentos de capital requeridos pelo sistema econômico para expandir sua capacidade para o futuro e assegurar investimentos tecnológicos, sociais e ambientais (YIN, 2015).

O Banco de Desenvolvimento Público a nível nacional, regional ou municipal procura, assim, canalizar as poupanças para projetos e programas de investimento produtivo, fazendo com que os recursos não destinados ao consumo sejam aplicados a recursos sociais, ambientais e produtivos coletivamente necessários, e não para aplicações financeiras de natureza especulativa, imobiliária ou bolsa de valores (YIN, 2015).

Na verdade, há exemplos em que o sistema bancário não facilita as economias de canaliza-



ção para o investimento produtivo, como na recolha de depósitos de longo prazo que, precisamente por causa deste personagem, podem ser considerados como parte da poupança que pode ser dirigida para o investimento produtivo e não apenas para reservas monetárias para cobrir as despesas correntes dos indivíduos (YIN, 2015).

Um tipo de entidade bancária importante é o chamado “banco ético”, também conhecido como banco social ou banco alternativo. É um grupo de entidades financeiras cujos produtos não estão condicionados exclusivamente ao critério de máximo lucro e especulação financeira. Sua atividade é focada no investimento em projetos da economia real com motivos sociais ou ambientais como prioridades.

De acordo com Yin (2015), a alternativa bancária é o conjunto de entidades financeiras intermediárias cuja escopo não está condicionado exclusivamente pelo critério de rentabilidade financeira, pois como os seus serviços são baseados em alternativas, princípios cooperativos e ambientalmente sustentáveis, sendo responsável pela gestão do dinheiro dos seus clientes, com uma estrutura de governança baseada na participação cooperativa.

Desse modo, os projetos bancários éticos ou alternativos são baseados em uma gestão totalmente transparente, para promover a economia real, para obter benefícios ambientais e para gerar serviços que priorizem o comércio justo e a assistência social, entre outros. Os gestores do banco ético analisam os projetos de investimento seguindo critérios rigorosos de sustentabilidade, benefício social e ambiental, e somente concedem empréstimos bancários a empresas ou pessoas físicas que atendam a esses critérios (YIN, 2015).

Já em relação à inflação, esta é um aumento generalizado e persistente dos preços nos bens e serviços do sistema econômico. Esse aumento nos preços provoca a perda do poder de compra das pessoas, quando ocorre a depreciação ou desvalorização da moeda, uma vez que mais unidades monetárias devem ser entregues para adquirir o mesmo bem ou serviço. Para medir a inflação, são utilizados índices de preços, sendo o mais comum o Índice de Preços ao Consumidor (IPC), que fornece



informações sobre a evolução dos preços de um conjunto de bens e serviços selecionados na “cesta” da compra, isto é, representativa do consumo médio das famílias (YIN, 2015).

Os preços dos produtos que compõem a cesta de compras variam ao longo do ano, com a taxa de inflação anual comparando o preço da cesta de compras em um mês específico do ano corrente e o preço da cesta da compra no mesmo mês do ano anterior. Ao se referir à inflação, uma terminologia diferente é geralmente usada para descrever os diferentes tipos de aumentos de preços. Assim, fala-se de inflação moderada quando se refere a aumentos de preços inferiores a 10% ao ano; inflação galopante, quando estamos diante de aumentos de dois ou três dígitos por ano; e hiperinflação, quando se trata de aumentos de preço de mais de mil por cento ao ano (VALENTE, 2007).

Da mesma forma, falamos sobre o núcleo da inflação ou inflação básica quando o índice de preços ao consumidor não leva em conta produtos energéticos ou alimentos não processados, porque são produtos cujos preços sofrem grandes flutuações devido a conflitos internacionais, safras ruins ou ações financeiras especulativas nos mercados. O objetivo é isolar este subconjunto de produtos com preços mais erráticos da medição da inflação, a fim de conhecer a tendência geral do principal núcleo de preços no médio prazo.

Por outro lado, a deflação é o fenômeno oposto à inflação (VALENTE 2007). É uma situação de preços baixos sustentados que perdura por algum tempo. A deflação não é o mesmo que a desinflação, que é uma ação voltada para a desaceleração dos preços, ou seja, que tenta reduzir seu crescimento, enquanto a deflação implica taxas de variação negativas do Índice de Preços ao Consumidor (IPC). Na economia, muitas vezes, é dito que um nível de inflação não muito elevado tem efeitos positivos sobre o dinamismo do sistema econômico, desde que os salários possam subir ao mesmo ritmo que a inflação, a fim de manter o poder de compra das famílias (VALENTE, 2007).

Além disso, o aumento dos preços permite reduzir o valor das dívidas das famílias, das empresas e do governo, embora seja uma perda para os credores dessas dívidas. Entre as desvantagens da inflação está a perda de poder de compra, no caso de salários, que não aumentam, pelo menos, na



mesma proporção que o aumento dos preços, e a diminuição da poupança, uma vez que as pessoas tendem a gastar seu dinheiro, em vez de guardá-lo, antes da possibilidade de que esse dinheiro valha ainda menos no futuro imediato.

Como pode ser visto, as mudanças de preço causam aos agentes econômicos uma situação de incerteza quando se perde a referência dos valores dos bens, ou a certeza sobre o nível de rentabilidade de seus investimentos (VALENTE, 2007).

Dessa forma, as expectativas dos diversos agentes econômicos frente à inflação podem ter efeitos diferentes sobre ela, favorecendo ainda mais as tensões de alta de preços. Nesse sentido, podemos citar as maiores demandas salariais diante do aumento dos preços, a fim de evitar a perda do poder de compra (VALENTE, 2007).

Por outro lado, o diferente poder de mercado das empresas permite, por vezes, transferir os aumentos nos custos de produção através de preços, seja aumentos salariais, custos financeiros mais elevados ou aumento das despesas do marketing (publicidade), despesas de imagem, entre outros (VALENTE, 2007).

## **INSTRUMENTOS DO MERCADO FINANCEIRO INTERNACIONAL**

Os mercados financeiros são os espaços e conjuntos de regras que permitem trocas de instrumentos financeiros. Eles adotam nomes diferentes dependendo dos produtos que são oferecidos a eles. Nos mercados financeiros, os compradores de ações, títulos, commodities, derivativos e moedas estão concentrados. Sua finalidade é a determinação de preços para o comércio mundial em resposta às forças de oferta e demanda, bem como a arrecadação de financiamento para empresas e governos e a transferência de liquidez e risco.

Nos mercados de ações ou mercado de ações, títulos, commodities, derivativos e moeda, são facilmente identificáveis os instrumentos que são negociados neles. No entanto, não é tão fácil quando



falamos sobre o mercado de capitais e o mercado monetário, dois dos mais amplamente observados pelos gestores financeiros e analistas econômicos.

No mercado de capitais, esses mercados incluem os mercados de ações e títulos e se revelam indicadores da situação econômica global, sendo estudados diariamente com cuidado pelas instituições que operam por meio deles, como bancos comerciais, empresas, seguros e hipotecas. As empresas migram para os mercados de ações em busca de fundos para financiar fusões e aquisições, expandir suas operações ou entrar em novos negócios; enquanto no mercado de títulos, as empresas emitem dívida na forma de títulos corporativos e governos como títulos públicos.

Uma característica desses mercados é que os investidores que chegam até eles estão dispostos a assumir mais riscos e ter paciência. Entretanto, no mercado monetário participam: bancos centrais e bancos comerciais. Além do mais, lançam mão os que estão procurando seus instrumentos de carteiras de investimento de curto prazo; ou seja, mais líquidos e menos arriscados, como depósitos, empréstimos colaterais, notas e contas de mudança.

O principal objetivo das empresas e governos para acessar esses mercados é a liquidez. Quando exigem dinheiro para cobrir despesas, e não para financiar melhorias ou grandes projetos, recorrem ao mercado monetário. Conhecer as diferenças em suas funções é essencial para as empresas, pois, dependendo de suas necessidades de financiamento, elas decidirão a quem recorrer. É também para investidores, já que eles escolherão com base em suas metas de desempenho e planejamento estratégico.

Do ponto de vista do emissor da dívida, é importante que você defina suas necessidades de liquidez e o tempo necessário para o financiamento. Os investidores, por sua vez, participarão de um ou outro mercado, analisando os riscos e o preço que os mercados lhes atribuem. Investimentos de alto risco e maior lucratividade serão encontrados nos mercados de capitais, enquanto aqueles com baixo risco e retornos baixos (mas constantes) estarão nos mercados monetários.

Em suma, termo, liquidez e risco são três aspectos que diferenciam cada tipo de mercado e,



como cada situação é diferente, não há uma regra clara sobre quais mercados ou quais instrumentos são mais convenientes.

Sendo assim, se considerarmos que o mercado de ações incentiva a poupança e o investimento e, ao mesmo tempo, permite que o capital seja alocado às atividades produtivas mais necessárias para o desenvolvimento nacional, entenderemos por que ele é considerado essencial para a prosperidade. Devido à sua importância para a economia, os mercados de capitais são regulados pelos governos para garantir a legalidade e a transparência das operações.

Por exemplo, cartas de crédito são um instrumento de pagamento, sujeito a regulamentações internacionais, segundo o qual um banco emissor agindo a pedido e de acordo com as instruções de um cliente pagador deve efetuar um pagamento a um terceiro beneficiário contra a entrega dos documentos necessários, desde que os termos e condições de crédito sejam cumpridos. Em outras palavras, é um compromisso escrito assumido por um banco para efetuar o pagamento ao vendedor, mediante solicitação e de acordo com as instruções do comprador, até a quantia indicada, dentro de um certo prazo e mediante a entrega dos documentos indicados. Este instrumento é um dos documentos mais simples em sua forma e o mais complexo em termos de conteúdo. Também chamado de “crédito comercial”, “crédito documentário” e, às vezes, simplesmente crédito; enquanto a cobrança é o processo formal de apresentação de um instrumento ou documentos ao sacado a ser pago ou aceito.

Segurança e rapidez no pagamento e situação dos recursos a um beneficiário em qualquer cidade do mundo, onde exista uma instituição Bancária. É um meio muito mais barato do que a cobrança, do que a carta de crédito e até mesmo que o cheque bancário, tendo em conta os custos de envio da ordem de pagamento ou cheque, além da possível perda (ROCHA, 2013).

## **GANHOS DE CAPITAL EM ECONOMIAS E A POSSIBILIDADE DE TRIBUTAÇÃO**

Conforme Richman (2015), a composição dos ganhos de capital nos países em desenvolvi-



mento é diferente da dos países avançados. Nos países avançados, uma proporção considerável dos ganhos de capital vem da venda de títulos. Nos Estados Unidos, por exemplo, 42% dos ganhos de capital brutos relatados em 1962 vieram de vendas e trocas de títulos. No Brasil, estima-se que a proporção de ganhos de capital com a venda de títulos se aproxime da dos Estados Unidos.

O autor aponta que em contraste a este cenário, nos países em desenvolvimento predominam os ganhos resultantes da venda ou alienação de ativos físicos, principalmente na forma de imóveis. Várias razões explicam esse fenômeno: (1) a concentração da riqueza nos países em desenvolvimento em imóveis; (2) a prevalência de empresas estrangeiras ou dominadas por estrangeiros cujas ações são negociadas no país de origem ou em outros mercados de capitais estrangeiros; (3) o uso generalizado de ações ao portador, o que dificulta a aplicação de um imposto sobre ganhos de capital decorrentes de títulos.

Para Richman (2015), o fato de que muitas, senão a maioria, das grandes empresas nos países em desenvolvimento são de propriedade estrangeira ou dominadas por estrangeiros significa que seus títulos são geralmente comprados por investidores não residentes que normalmente não estão sujeitos ao imposto sobre ganhos de capital no país em que o negócio é realizado. Uma pesquisa com as maiores empresas da Argentina, Brasil, Chile (excluindo produtores de cobre e nitrato), Colômbia e México mostra um padrão de propriedade em que o capital privado estrangeiro e o capital privado doméstico.

Slemrod (2015), considera que a tributação de ganhos de capital em países em desenvolvimento pode ser justificada por razões de equidade e econômicas. Por razões de equidade, os ganhos de capital aumentam a capacidade tributária de uma pessoa. Embora os ganhos de capital realizados representem uma pequena fração da renda total, eles representam uma proporção maior da renda dos beneficiários de alta renda do que daqueles nas faixas de baixa renda. Portanto, a tributação de tais ganhos é um elemento progressivo do sistema tributário e uma força para reduzir as altas concentrações de riqueza existentes em muitos países em desenvolvimento.



Para esse autor, uma importante função econômica do imposto sobre ganhos de capital é conter a especulação – especialmente no setor imobiliário, cujos valores vêm subindo devido ao crescimento populacional, urbanização e programas de desenvolvimento – e estimular investimentos economicamente produtivos. Os efeitos econômicos adversos de um imposto sobre ganhos de capital sobre a oferta de poupança e sobre a mobilidade de capital precisam ser cuidadosamente ponderados contra possíveis efeitos indesejáveis na alocação de investimento que podem ocorrer quando a renda ordinária é tributada e os ganhos de capital são isentos de impostos.

Richman (2015) afirma que poucos países em desenvolvimento estão adequadamente preparados para administrar um imposto sobre ganhos de capital devido à sua natureza complexa e sofisticada. A menos que tal imposto seja administrado de forma eficaz, a evasão e a evasão são incentivadas e resultam em desigualdades.

Já para Slemrod (2015), a razão de equidade para tributar ganhos de capital em países em desenvolvimento é enfatizada pela alta concentração de riqueza nas mãos de poucos. Os ganhos de capital são acumulados apenas para aqueles que possuem propriedades, e a não tributação desses ganhos discriminaria em favor dos proprietários e incentivaria o reinvestimento desses ganhos em ativos que perpetuariam graves desigualdades de renda e riqueza.

Outro argumento para a inclusão de ganhos de capital na rede tributária é a tributação relativamente baixa de imóveis na maioria dos países em desenvolvimento. Há duas razões para isso:

- (1) os valores de avaliação muito baixos dos imóveis sujeitos a imposto e (2) as baixas taxas de tributação sobre a propriedade. As formas de tributação sobre a propriedade que foram sugeridas para complementar o imposto sobre a propriedade real são um imposto sobre o patrimônio líquido, um imposto sobre o aumento da terra, um imposto sobre ganhos de capital e outros impostos sobre capital, como impostos sobre heranças e doações. A propriedade de propriedade, principalmente ativos financeiros, pode ser incentivada se



um imposto sobre ganhos de capital for limitado a imóveis, mas um imposto sobre patrimônio líquido ou patrimonial seria cobrado sobre esses ativos (SLEMROD, 2015, *passim*).

Richman (2015) considera que a tributação preferencial de ganhos de capital influencia a composição do investimento, na medida em que um imposto sobre ganhos de capital a uma taxa baixa induz a transferência de investimentos para aqueles que geram ganhos de capital daqueles que geram renda tributada a uma taxa mais alta, por exemplo, dividendos, juros e aluguel.

O autor aponta que as alíquotas de imposto mais baixas sobre ganhos de capital do que sobre renda ordinária favorecem a retenção de lucros nas empresas e não sua distribuição, reduzindo a disponibilidade de recursos para investimento em novos empreendimentos e outros estabelecimentos. Além disso, argumentou que um imposto preferencial sobre ganhos de capital que induza a retenção de lucros diminui a liquidez e o giro no mercado de capitais e diminui a eficiência do mecanismo de mercado na alocação de recursos. Nos países em desenvolvimento, é muito importante desenvolver os mercados de capitais e incentivar a diversificação dos investimentos.

Ainda para Richman (2015), as taxas preferenciais sobre ganhos de capital estimulariam a realocação de recursos de investimento. Essas baixas taxas de ganhos de capital podem induzir algum deslocamento de investimentos para ativos que produzam ganhos de capital. Alguns desses investimentos geralmente representam capital de risco, que contribui de forma importante para o desenvolvimento econômico, mas outros são investimentos especulativos em imóveis, que em nada contribuem para a industrialização e as atividades produtivas.

Esse autor afirma que a estrutura de taxa fixa é comum a países com sistema escalonado. Por exemplo, a Argentina cobra 10%, a Bolívia 4% sobre os ganhos de imóveis urbanos e 10 por cento sobre certos imóveis rurais, e o Chile 8% bens adquiridos antes de 14 de fevereiro de 1964 (caso contrário, 20 por cento). Todos os países que usam uma taxa fixa cobram taxas de imposto mais baixas



sobre ganhos de capital do que cobram sobre renda comum.

Slemrod (2015) aponta uma primeira vantagem de uma estrutura de taxa fixa é a sua simplicidade. Em segundo lugar, um imposto de taxa fixa tem a vantagem de que o contribuinte está menos preocupado em distribuir a realização dos ganhos de capital ao longo de um período, porque a alíquota do imposto é a mesma, independentemente de todos os ganhos serem realizados ou não em um ano. Uma estrutura tributária progressiva (incluindo a inclusão percentual nas alíquotas ordinárias do imposto de renda) pode aumentar a responsabilidade tributária se os ganhos líquidos realizados forem maiores em um ano do que em outros anos, e o contribuinte pode reter a venda de ativos para minimizar o imposto.

Ainda para esse autor, sob um sistema de taxa fixa, o contribuinte não está preocupado com ganhos realizados em um ano em relação aos de outros anos, pois não há incentivo fiscal para adiar a realização de ganhos líquidos (assumindo que não há mudanças iminentes na estrutura tributária de ganhos de capital).

Slemrod (2015) acredita que um incentivo para adiar a realização sob um sistema de taxa fixa, no entanto, surgiria porque o contribuinte realizaria economias com os juros sobre o valor do pagamento de imposto adiado. Uma terceira vantagem da estrutura de taxa fixa está intimamente associada à segunda: ou seja, a mobilidade do capital é menos impedida por um imposto de taxa fixa.

Por outro lado, Richman (2015) aponta que um imposto de taxa fixa pode discriminar grupos de baixa renda e pode beneficiar os contribuintes nas faixas de renda mais altas, porque o diferencial entre um imposto de renda fixa e um imposto de renda comum é maior nas faixas de alta renda. Os índices da alíquota do imposto sobre ganhos de capital em relação às alíquotas de renda ordinária em países com alíquota fixa (por exemplo, Chile) diminuem à medida que a renda aumenta.

Para esse autor, uma estrutura tributária progressiva é considerada mais equitativa do que um imposto de taxa fixa, uma vez que os ganhos de capital aumentam a capacidade tributável do contribuinte. A justificativa patrimonial para uma estrutura tarifária progressiva é reforçada pelo fato de



que os ganhos de capital são distribuídos em favor da classe proprietária e dos contribuintes de alta renda. Uma taxa fixa baixa favorece os investidores e especuladores em propriedades sobre outros assalariados.

De fato, os argumentos contra a estrutura progressiva de tributação de ganhos de capital surgem de duas considerações: equidade e mobilidade de capital. Como os ganhos de capital realizados em um ano podem ter sido acumulados ao longo de vários anos, as taxas graduadas aplicadas aos ganhos em um único ano podem onerar indevidamente o contribuinte, empurrando-o para uma faixa de imposto de renda mais alta.

A justificativa de Richman (2015) é que esse imposto mais alto sobre a renda acumulada foi mitigado em alguns países pelo uso de alíquotas progressivas preferenciais. Outro método para reduzir o ônus das alíquotas progressivas é distribuir os ganhos realizados pelo número de anos em que o ativo é mantido e tributar o incremento médio anual à alíquota marginal do contribuinte para aquele ano. Isso pode, no entanto, ser muito complicado de administrar, especialmente em países em desenvolvimento.

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Em contraste com o acalorado debate sobre a tributação ótima da renda do investimento estrangeiro direto, o tratamento da renda do investimento estrangeiro em carteira tem recebido pouca atenção. Quando do desenvolvimento desse estudo, percebeu-se que ganhos de capital são geralmente definidos como ganhos decorrentes da venda ou troca de ativos de capital e que os ativos de capital sujeitos a imposto sobre ganhos de capital são definidos por estatutos e geralmente representam apenas uma parte do patrimônio líquido de uma pessoa ou empresa.

Em particular, percebeu-se que a literatura é dicotomizada de forma semelhante à dos regimes tributários internacionais. Um artigo geralmente lidará com capital de entrada ou com capital de



saída, mas não com ambos ocorrendo simultaneamente. Uma lacuna tanto na prática quanto na teoria é consequência dessa característica.

Por fim, verificou-se que as distorções do mercado de capitais para o capital de saída que são criadas por uma política tributária para o capital de entrada são camufladas pela dicotomia. Por outro lado, uma política tributária recomendada sobre as importações de capital perderá as distorções que introduz nas exportações de capital, se os fluxos de capital forem vistos separadamente.

## **REFERÊNCIAS**

BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016. Evolução do Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/deorf/r199812/texto.asp?idpai=revsfn199812>. Acesso em: 24 abril. 2020.

GOMES, Marcus Lívio, VELLOSO, Andrei Pitten (orgs.). Sistemas constitucional tributário dos fundamentos teóricos aos hard cases tributários: estudos em homenagem ao Ministro Luiz Fux. (orgs.). Rio Grande do Sul: Livraria do Advogado, 2014, 670 p.

NORTON, E. A., REILLY, F. K. Investimentos. Tradução da 7ª ed. norte-americana. Cengage Learning, 2008, 564 p.

PAVELESCU, F. Savings-Investments Relationship in an Open Economy. Institute of National Economy, Romanian Academy. [2008]. 22 p.

PINHEIRO, J. L. Mercado de capitais. Fundamentos e técnicas. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2014. 607 p.

PINHEIRO, V.; TAKAR, T. Bolsa divulga nova metodologia de cálculo do Ibovespa. Valor econômi-



co, set, 2013.

ROCHA, A. Mercado de Capitais Brasileiro: avanços e retrocessos. Valor Econômico. Artigo, 2013.

RICHMAN, P. Tributação da renda de investimento estrangeiro: uma análise econômica. Baltimore: Johns Hopkins Press, 2015.

SLEMROD, Joel, O Princípio da Gangorra na Política Tributária Internacional, Journal of Public Economics, v, 65, n. 2: p.163-167, 2015

SOUZA, J; KANTORSKI, L P; L, M A V. Análise documental e observação participante na pesquisa em saúde mental. Revista Baiana de Enfermagem, Salvador, v. 25, n. 2, p. 221-228, maio/ago, 2011.

VALENTE, F. S. P. F. A relação entre investimento, poupança e taxa de juros: um panorama do debate sobre financiamento de longo prazo. Campinas. 2007. 17 p.

YIN, R. K. Uma Nota sobre a Tributação dos Fluxos de Renda de Capital Internacional”, The Economic Record, v. 68, n. 202, p. 217-221, 2015.

