

**TRANSFORMAÇÕES RECENTES DA TRIBUTAÇÃO INCIDENTE SOBRE
INVESTIMENTOS NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO: O
QUE PODEMOS APRENDER COM ELAS?**

**RECENT TRANSFORMATIONS OF TAX LEGISLATION CONCERNING
INVESTMENTS IN BRAZILIAN CAPITAL MARKET: WHAT CAN WE LEARN
FROM THEM?**

Daniel Zugman¹

Resumo: O objetivo central deste trabalho é descrever as principais modificações da legislação tributária relativa aos investimentos no mercado de valores mobiliários brasileiro ocorridas após o ano 2000. Em síntese, pode-se afirmar que a regulação tributária mais recente, embora não tenha deixado totalmente de lado a figura do incentivo fiscal, passou a se pautar por elementos já existentes na realidade, como investidores pessoa física com capacidade de investimento, fortes investidores institucionais, boa reputação internacional do país, etc. Diferentemente, antes dos anos 2000, os incentivos fiscais tentavam, de alguma maneira, criar essas estruturas e instituições artificialmente. Nos últimos anos, devido às mudanças na conjuntura econômica, institucional e social do país, o incentivo fiscal deixou de ser elemento central da estratégia de desenvolvimento do mercado de capitais. O mercado de ações, principalmente, passou a ser visto como uma opção interessante de financiamento de negócios e investimentos. O aumento da renda *per capita* do brasileiro também ensejou a atração do investimento de pessoas físicas e a irresistível globalização ampliou a abertura da economia nacional ao capital estrangeiro. Nessa linha, a legislação tributária acompanhou o novo cenário econômico e social, modificando a tributação incidente sobre esses investimentos. Não obstante esses avanços, o mercado de valores mobiliários ainda tem pouca relevância como fonte de crédito no Brasil se comparado com os financiamentos de bancos públicos. Além disso, a política tributária praticada não parece seguir um planejamento de longo prazo, o que contribui para manter esse mercado em segundo plano.

Palavras-chave: tributação; mercado de valores mobiliários; mercado de ações; investimentos; incentivos fiscais; política tributária.

Abstract: The aim of this paper is to describe the main changes of the tax treatment of investments in the Brazilian capital market that occurred after 2000. In summary, the most recent tax regulation, although not completely left aside the figure of the tax incentive, now is guided by elements that exist in reality, such as individuals with investment capacity, strong institutional investors, good international reputation international reputation of the country, etc. Previously, tax incentives were trying, somehow, to create these structures and institutions artificially. In recent years, due to changes in economic, institutional and social development, the tax incentive is no longer a central element of the strategy of development of the capital market. The stock market, especially, has been seen as an attractive option for business financing and investments. The increase in *per capita* income in Brazil also gave rise to the attraction of investment from individuals and irresistible globalization has expanded the opening of the economy to foreign capital. Along these lines, the new tax legislation accompanied economic and social scenario by modifying the taxation on these investments. Despite these advances, the capital market still has little relevance as a source of credit in Brazil if compared to the financing of public banks. Moreover, fiscal policy practiced does not seem to follow a long-term planning, which helps to keep this market immaterial.

Key-words: taxation; capital market; stock market; tax incentives; tax policy.

1. Introdução: da lógica do incentivo fiscal ao desenvolvimento sustentável

As tentativas mais importantes de se desenvolver o mercado de valores mobiliários² no Brasil se iniciaram em 1964, quando implementado o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG)³. O PAEG estabeleceu as bases do sistema financeiro nacional como o conhecemos hoje, criando o Banco Central e o Conselho Monetário Nacional, dentre outras medidas relevantes nos sistemas tributário e bancário. Poucos anos depois, alinhado com esse amplo pacote de reformas jurídico-institucionais, foi promulgado o Decreto-Lei n. 157 de 1967, criando-se os famigerados “Fundos 157”. Trata-se de incentivo fiscal que permitia ao contribuinte destinar parte dos valores devidos a título de imposto de renda para fundos fiscais que aplicariam tais recursos no mercado de valores mobiliários.

Essa sistemática de estímulo do mercado por meio de incentivos fiscais foi uma constante na política fiscal-econômica brasileira até meados dos anos 1990. Isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsa de valores, possibilidade de abater do imposto de renda parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações decorrentes de aumentos de capital, e

isenção de imposto de renda sobre ganho de capital obtido com alienação de participação societária são apenas algumas das medidas adotadas entre as décadas de 1960 e 1990. Pode-se dizer que a história do desenvolvimento do mercado brasileiro de capitais tem sido uma história de amplas reformas da legislação, na qual os incentivos fiscais tem tido papel protagonista⁴.

A despeito de tantos incentivos, o mercado de valores mobiliários, e principalmente o mercado de ações, teve muito pouca relevância para o desenvolvimento brasileiro até meados dos anos 2000⁵. No que toca à questão tributária, Lucy Sousa, professora de Economia da Fundação Armando Alvares Penteado (FAAP), explica que:

A falta de uma política tributária consistente, ao longo do período estudado, inibiu a abertura de capital, afastou investidores e tirou a regularidade da política de dividendos das companhias. (...) não há mais espaço para uma política tributária nos moldes dos antigos incentivos e subsídios que vigoraram até o início dos anos 80 e acabaram criando uma grande quantidade de empresas abertas que não se comportaram como tal.⁶

De fato, a lógica de desenvolvimento do mercado baseada tão-somente na concessão de incentivos fiscais passou a mudar no fim dos anos 1990, o que foi intensificado no período pós-ano 2000 – isso não significa que hoje há uma política tributária clara e consistentemente comprometida com o desenvolvimento do mercado, como se verá adiante. E é sobre as principais alterações na legislação tributária relativa aos mercados financeiro e de capitais ocorridas nesse ínterim que o presente estudo se debruçará.

Para tanto, este artigo está estruturado em seis tópicos adicionais. No tópico dois, o percurso metodológico trilhado é narrado, de modo que se permita ao leitor verificar se os resultados obtidos estão amparados por premissas e métodos adequados.

No tópico três, as alterações trazidas pela Lei 11.033/2004 são explicitadas, relacionando-as com o bom momento econômico do Brasil à época e o aumento do poder de investimento do cidadão brasileiro.

No tópico quatro, tratamos da extinção da CPMF, que era enxergada como um grande fardo para o crescimento do mercado de capitais brasileiro. No entanto, visualizando esse fato em contraste com o aumento das alíquotas do IOF, realizada pouco tempo depois, pode-se perceber que não houve mudanças significativas em termos econômicos.

No tópico cinco, é detalhado o conteúdo da Lei 12.431/2011, instituída com o objetivo de estimular a emissão de debêntures e outros instrumentos de financiamento à longo prazo. Tal medida foi tomada num contexto de crise econômica e insuficiência do mercado de capitais e dos financiamentos públicos para atender à demanda por crescimento.

No tópico seis, abordamos a Lei 12.543/2011, que instituiu a tributação de contratos derivativos, mais uma clara consequência da crise financeira internacional de 2008.

Por fim, no último tópico, são tecidas as considerações finais do trabalho, coligindo-se conclusões e sugerindo-se reflexões que podem contribuir para o aprofundamento das discussões acerca da tributação do mercado de valores mobiliários no Brasil.

2. Nota metodológica

Este estudo procura relacionar as transformações da legislação tributária relativa ao mercado de valores mobiliários com os eventos históricos, políticos e econômicos que lhe foram contemporâneos. Parte-se do pressuposto de que para compreender o Direito e sua relação com o desenvolvimento do país é preciso conhecer o ambiente em que é produzido. Afinal, não há texto sem contexto, nem Direito sem História.

Basicamente, estudar o Direito e sua relação com o desenvolvimento implica colocar-se diante da seguinte pergunta: como pode o Direito colaborar para o desenvolvimento econômico e social do Brasil? Representa, pois, resgatar a importância do Direito, dos juristas e da dogmática jurídica na autoria do *design* e na proposição de políticas públicas.

No caso específico do Direito Tributário, portanto, importa mudar de atitude em relação a ele: não basta entendê-lo e sistematizá-lo, também é necessário pensar e propor soluções práticas que possam superar gargalos da tributação brasileira e problemas que envolvem e desgastam, invariavelmente, a relação entre Fisco e contribuinte. Agir na reflexão "Direito & Desenvolvimento" exige, pois, aprender a entender o passado e o presente para propor o futuro do Direito. Eis, talvez, nosso principal desafio: sair da postura de intérpretes dos caprichos e conjunturas do passado para nos tornarmos protagonistas das demandas da sociedade brasileira do futuro, afinal, não é para isso que serve o Direito como instrumento de mudança do comportamento social⁷?

Para cumprir o objetivo proposto, foram utilizadas doutrinas de Direito Tributário, Direito Empresarial, obras e dados econômicos, bem como artigos e notícias publicados em jornais e revistas em meio eletrônico. O método de análise adotado, pouco convencional no estudo do Direito, assume que os atos normativos surgem para lidar com questões concretas da nossa realidade. São produzidos, basicamente, para evitar ou estimular comportamentos em prol de objetivos mais amplos. Uma desoneração tributária de investimentos de pessoas

físicas no mercado acionário, por exemplo, visa atrair recursos de investidores dessa categoria para aquela modalidade de financiamento.

Nesse sentido, o texto “Direito e Políticas Públicas: dois mundos?”⁸, de Carlos Ari Sundfeld e André Rosilho foi importante referencial. Os autores demonstram a importância do Direito para o debate sobre políticas públicas. Em detrimento de análise isolada das normas, defendem a compreensão do Direito dentro do contexto mais amplo da ação estatal, permitindo estabelecer relações entre meios e fins, sem extinção das noções jurídicas tradicionais.

Reconhecer a importância das normas e aprender a lidar com elas é crucial para o sucesso de políticas públicas, já que o Direito faz-se presente desde sua concepção, até sua implantação, controle e revisão. As medidas de política pública são definidas por meio de normas e atos jurídicos. O Direito determina requisitos e trâmites processuais que guiarão sua execução. Ele também “*cria e estrutura os órgãos e entidade estatais, traçando, para cada um deles um plexo específico de competências.*”⁹. Por fim, estabelece o modo de controle das políticas para verificar sua conformidade com as normas jurídicas.

Conhecer o modo pelo qual o Direito é produzido permite compreender como as políticas nascem e se desenvolvem. Sua produção é marcada por jogos de poder, influências econômicas, políticas e sociais e, portanto, limitar a pesquisa jurídica a uma visão superficial que não sai do plano teórico-abstrato é ignorar o contexto em que o Direito é concebido e pelo qual é influenciado. Investigar a origem e as consequências dos fenômenos jurídicos permite lidar com as normas de maneira mais consciente, autônoma e segura.

Foi com esses ensinamentos em mente que este artigo foi produzido. Provavelmente, no decorrer da leitura a influência de tais noções poderá ser constatada. Ademais, a escolha do período pós-ano 2000 e das transformações da legislação tributária contemporâneas como objeto de análise também tem uma explicação. Trata-se de momento histórico repleto de novidades regulatórias, importantes eventos econômicos, altos e baixos do nosso mercado financeiro e de capitais. Em dezembro de 2000 foi criado o Novo Mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa. São segmentos especiais de listagem desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias¹⁰.

Dezenas de empresas abriram capital em bolsa nos anos seguintes à criação do Novo Mercado, configurando-se um incremento sequencial nunca visto antes no mercado brasileiro. Outras companhias passaram do nível de listagem normal para os níveis diferenciados,

garantindo mais direitos a acionistas minoritários, maior transparência e gerando liquidez. Isso também atraiu uma boa quantidade de novos investidores.¹¹

Além disso, a crise financeira internacional de 2008, suas consequências para o Brasil e o desempenho do mercado abaixo do esperado nos últimos anos também são eventos importantes e interessantes, que foram acompanhados por novas alterações na legislação tributária. Essa conjuntura vibrante e atual justifica o interesse pelo período analisado.

3. A Lei 11.033/2004 e as alterações da tributação do mercado financeiro e de capitais

A Lei 11.033/2004 trouxe modificações importantes para a tributação dos mercados financeiro e de capitais, especialmente no que diz respeito aos investimentos de pessoas físicas, de estrangeiros no Brasil e de fundos de investimentos.

Foi editada em sintonia com a crença de que o Brasil, àquela época, vivia uma conjuntura econômica, social e institucional positiva sem precedentes e que, dessa maneira, havia um campo fértil para o desenvolvimento de um mercado de valores mobiliários consistente no país. Como explicita estudo formulado pela consultoria MB Associados no ano 2000, sob encomenda da Bolsa de Valores de São Paulo:

As hipóteses básicas que sustentam a crença na possibilidade do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil são a retomada do crescimento, a queda dos juros reais, o aumento da competição com a entrada de novos players nacionais e/ou internacionais, a maior sintonia do Brasil com os mercados internacionais, a revolução tecnológica em curso e um espaço para a bolsa brasileira cumprir também o papel de uma bolsa de acesso.¹²

Com efeito, a lei foi concebida com o objetivo de aproveitar esse cenário favorável e, não à toa, introduziu mudanças em relação à tributação dos investimentos nos mercados financeiro e de capitais, as quais passam a ser minudenciadas a seguir.

3.1. Tributação dos investimentos em renda variável

O conceito de investimento em renda variável surgiu para definir os investimentos cujo resultado é desconhecido *a priori*, dependendo da variação futura de taxas, preços, cotações, etc¹³. Apesar disso, a principal característica adotada pela legislação tributária para identificar investimento em renda variável é o local de negociação desse tipo de ativo. Nessa linha, o art. 45 da Instrução Normativa (IN) da Receita Federal nº 1.022/2010

determina que os investimentos em renda variável são as operações realizadas nas bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas, existentes no País.

Via de regra, o imposto de renda incide sobre o ganho líquido obtido com as aplicações em renda variável. Não obstante, com a Lei 10.033/2004, as operações realizadas no mercado de renda variável, exceto aquelas em que há *day trade*¹⁴ (cuja alíquota é de 1%) ou *swap*¹⁵, passaram a estar sujeitas também ao Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) à alíquota de 0,005% sobre a operação, independentemente da apuração de ganho líquido.

Esse tributo, como explica Paulo Marcelo De Oliveira Bento *et. al.*¹⁶, tem claro caráter fiscalizatório, vez que a alíquota aplicável é irrisória e o IRRF é tratado como antecipação do imposto de renda devido, fato que permite sua dedução do imposto incidente sobre os ganhos líquidos apurados no mês ou sua compensação com outros tributos. Sua instituição teve o objetivo de dar ciência ao Fisco de todas as operações com renda variável, não importando a existência de ganho líquido de rendimento. Tal mecanismo também se harmoniza com a ideia de maior transparência do sistema financeiro, tão discutida por estudiosos do tema.¹⁷

Merece destaque também a amenização do tratamento tributário dos ganhos líquidos auferidos por pessoas físicas nas operações de renda variável. Maria Lúcia L. M. Padua Lima explica que o bom cenário econômico vivido pelo Brasil a partir de meados dos anos 2000 implicou aumento da renda e do poder de consumo do brasileiro¹⁸. Pode-se dizer que, em decorrência, também houve um incremento da capacidade de investimento do cidadão comum.

Ademais, urge sublinhar a necessidade de expansão da participação no mercado de valores mobiliários para além de investidores estrangeiros e institucionais. Essa noção é sustentada pela própria BM&FBovespa, que em seu relatório anual de 2009 dispôs o seguinte:

Embora a BM&FBovespa tenha avançado de forma relevante na captação de novos investidores locais para aplicações em seus mercados, há ainda uma grande distância entre o percentual de brasileiros que aplicam em renda variável e aquele observado em países desenvolvidos. Em economias mais estáveis, a parcela da população que investe em ações chega a 50%; no Brasil, esse total não passa de 1%.

Tal disparidade demonstra claramente o potencial de crescimento do mercado local e justifica a ousada meta de captar 5 milhões de novos investidores em cinco anos.¹⁹

Provavelmente por esses motivos – aumento da capacidade de investimento do cidadão brasileiro e necessidade de ampliação da participação do investidor pessoa física no mercado de valores mobiliários – é que a Lei 10.033/2004 alterou a alíquota do IR incidente

sobre os ganhos de pessoa física de 20% para 15%, visando atrair investimentos da população que teve incremento de renda no período e que não estava acostumada a fazer aplicações em renda variável.²⁰

Na mesma linha, o diploma em comento ainda prevê isenção do imposto no caso de ganhos líquidos auferidos por pessoa física em operações no mercado à vista de ações nas bolsas de valores e em operações com ouro ativo financeiro cujo valor das alienações, realizadas em cada mês, seja igual ou inferior a R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), para o conjunto de ações e para o ouro ativo financeiro respectivamente²¹.

Outra alteração na legislação tributária que deve ser mencionada diz respeito à tributação das operações *day trade*. O art. 45 da Lei 12.350/2010 define *day trade* como *a operação ou a conjugação de operações iniciadas e encerradas em um mesmo dia, com o mesmo ativo, em uma mesma instituição intermediadora, em que a quantidade negociada tenha sido liquidada, total ou parcialmente*.

Tendo em vista que esse tipo de operação tem finalidade especulativa por natureza, a legislação tributária lhe confere tratamento diferenciado. Essas aplicações estão sujeitas à alíquota de 1% de IRRF, bem maior que os 0,005% incidentes sobre as operações comuns. Ademais, conforme o art. 2º da Lei 10.033/2004, os ganhos líquidos auferidos com manobras *day trade* são tributados à alíquota de 20%, não havendo diferenciação entre pessoas físicas, jurídicas sujeitas ao Simples e entidades isentas. Quanto às pessoas jurídicas tributadas pelo lucro real, presumido ou arbitrado, o ganho líquido deve ser incluído na base de cálculo do IRPJ²².

3.2. Tributação dos investimentos em renda fixa

Os investimentos em renda fixa são negócios jurídicos em que há intermediação ou participação de instituição financeira, e cujo objetivo é conferir remuneração certa ao investidor, ou seja, em que a remuneração ou retorno de capital podem ser dimensionados no momento da aplicação²³.

Geralmente, a tributação dos investimentos em renda fixa se dá pela retenção na fonte de Imposto de Renda incidente sobre o rendimento auferido. Posteriormente, em casos excepcionais, é possível que ocorra tributação adicional.

A tributação pelo Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) já era um mecanismo utilizado pela Lei 9.779/99 e continuou em uso com o advento da Lei 10.033/2004. A base de

cálculo também é a mesma: a diferença positiva entre o valor da alienação, líquido do IOF, e o valor da aplicação financeira.

O que o novel diploma trouxe de novidade foi o estabelecimento de alíquotas variáveis do tributo de acordo com o tempo de duração do investimento. Até 31 de dezembro de 2004, os rendimentos das aplicações de renda fixa e variável estavam sujeitos ao Imposto de Renda (IR) à alíquota de 20%, independentemente do prazo da aplicação. Com a vigência da nova lei, quanto maior o tempo em que o dinheiro permanece aplicado, menor a alíquota aplicável.

As alíquotas, como prevê o art. 1º da Lei 10.033/2004, são as seguintes:

- I - 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;
- II - 20% (vinte por cento), em aplicações com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias;
- III - 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias;
- IV - 15% (quinze por cento), em aplicações com prazo acima de 720 (setecentos e vinte) dias.

Evidentemente, como ressaltam Fabio Alves Maranesi e Franciny De Barros, a criação de alíquotas variáveis teve o objetivo de estimular os investimentos a longo prazo²⁴ e evitar investimentos meramente especulativos, que costumam ser aplicados e liquidados mais rapidamente.

3.3. Tributação dos fundos de investimento

Os fundos de investimento podem ser considerados como sendo uma subespécie dos chamados investidores institucionais. *Entende-se por investidores institucionais as aplicações coletivas de poupança voluntária ou compulsória, administrada por terceiros ou não.*²⁵ A professora chama atenção, ainda, para o importante crescimento do patrimônio desses fundos nos anos 1980 e 1990, de modo que seus investimentos foram, aos poucos, dominando todos os segmentos do mercado de capitais.

Como observado, até a Lei 10.033/2004, os investimentos em renda fixa ou renda variável eram tributados pelo Imposto de Renda à alíquota de 20%, inexistindo suavização do tratamento tributário em razão do tempo de duração do investimento. Relativamente às aplicações financeiras intermediadas por fundos de investimentos, esse cenário não era diferente.

Com a edição das Leis nº 10.033/2004²⁶ e nº 11.053/2004, e da Instrução Normativa nº 1.022/2010, os fundos de investimentos, no que tange aos aspectos tributários, passaram a ser classificados de acordo com a composição de sua carteira, em: a) fundo de investimento de longo prazo, cuja carteira de títulos tenha prazo médio superior a 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias e; b) fundo de investimento de curto prazo, cuja carteira de títulos tenha prazo médio igual ou inferior a 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias.

Fabio Maranesi e Franciny de Barros explicitam que em linhas gerais, as regras relativas aos fundos de curto prazo são semelhantes àquelas dos fundos de longo prazo, havendo diferença apenas no que se refere as alíquotas aplicáveis²⁷.

De fato, os arts. 6º e 8º da Instrução Normativa da Receita Federal nº 1.022/2010, com esteio no art. 1º da Lei 10.033/2004, determinam que:

Art. 6º Os fundos de investimento classificados como de longo prazo sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda na fonte, por ocasião do resgate, observado o disposto no art. 9º, às seguintes alíquotas:

I - 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;

II - 20% (vinte por cento), em aplicações com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias;

III - 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias;

IV - 15% (quinze por cento), em aplicações com prazo acima de 720 (setecentos e vinte) dias.

Art. 8º Os fundos de investimento classificados como de curto prazo sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda na fonte, por ocasião do resgate, observado o disposto no art. 9º, às seguintes alíquotas:

I - 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;

II - 20% (vinte por cento), em aplicações com prazo acima de 180 (cento e oitenta) dias.

Novamente, está claro que o intuito do legislador, acompanhado pela regulamentação da Receita Federal, foi incentivar as aplicações financeiras em fundos de investimento cuja carteira seja composta por títulos de longo prazo.

3.4. Tributação dos investimentos estrangeiros no Brasil

Padua Lima explica que entre 1999 e 2007 houve uma melhora expressiva das condições das contas externas do Brasil. Com isso, as principais agências de classificação de risco deixaram de classificar os “papeis” brasileiros com o grau especulativo para serem tratados como seguros para aplicações de médio e longo prazo. Como afirma a professora da

Fundação Getúlio Vargas, obviamente, a obtenção do grau de investimento pelo Brasil abriu espaço para a ampliação da entrada de capitais externos²⁸.

Os dados trazidos a lume por Thais de Barros Meira corroboram o magistério de Padua Lima. Segundo Meira, o valor de investimentos estrangeiros diretos no Brasil praticamente dobrou de 2006 para 2007, aumentando de US\$ 18,8 bilhões para US\$ 37,4 bilhões. Ademais, mesmo após a crise financeira mundial iniciada em 2008, os investimentos diretos no Brasil totalizaram US\$ 45 bilhões.²⁹

Em vista disso, a legislação brasileira adotou como regra geral o mesmo tratamento tributário dado às aplicações nacionais aos investimentos estrangeiros em renda fixa e renda variável.³⁰ Vale ressaltar o Decreto 6.306/2007, que estabeleceu alíquota zero para as liquidações de operações de câmbio referente aos pagamentos dos juros de empréstimos e financiamentos captados a título de empréstimos e financiamentos externos.³¹ Trata-se de clara medida que busca atrair crédito externo para o setor produtivo pátrio.

Além do exposto, mister se faz ressaltar que, de acordo com o art. 68 da IN 1.022/2010, investimentos estrangeiros em renda fixa levados a cabo de acordo com as normas do Conselho Monetário Nacional (CMN) são favorecidos por tributação mais suave: IRRF com alíquota de 15%. Tal distinção não se aplica aos investimentos dos residentes em países que não tributam a renda ou que o fazem com alíquota inferior a 20% (os denominados “paraísos fiscais”), apontados por ato da Receita Federal.

Também há dispositivos específicos tratando da tributação de investimentos estrangeiros em renda variável. Nesse ponto, a carga tributária é ainda mais leve. Como dispõem os arts. 68 e 69 da IN 1.022/2010, estão sujeitas à alíquota de 10% as aplicações estrangeiras realizadas de acordo com as normas do CMN nos fundos de investimento em ações, em operações de *swap*, registradas ou não em bolsa, e nas operações realizadas em mercados de liquidação futura, fora de bolsa. Outrossim, não estão sujeitos à incidência do imposto sobre a renda os ganhos de capital auferidos pelos investidores estrangeiros em conformidade com as normas do CMN: I - nas operações realizadas em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas e; II - nas operações com ouro, ativo financeiro, fora de bolsa. Para os demais rendimentos, aplica-se a alíquota de 15%.

Por fim, registre-se que ao investidor estrangeiro não se aplica o IRRF de 0,005% ou de 1% para as operações *day trade*³², o que representa mais uma evidência da crescente abertura do mercado nacional ao capital estrangeiro nos últimos anos.

Ante o exposto, impende consignar, com esteio na lição de Eduardo Spinola e Castro e Andrea Spinola C. V. Sequeira, que as alterações na regulação tributária ocorridas nas

últimas décadas em relação ao investimento de capital estrangeiro no país demonstram a passagem de um estado de hostilidade ao investidor, para o de severa confiança e, finalmente, a uma postura de atração de investimentos³³.

3.5. Tributação dos investimentos brasileiros no exterior

Se, por um lado, o Brasil se abriu aos investimentos estrangeiros, reduzindo a carga tributária incidente sobre essas aplicações e facilitando a entrada desse capital, o mesmo não se pode dizer em relação aos investimentos feitos por brasileiros em outros países.

Como explicita Alexandre Siciliano Borges, desde a Lei 9.249/1995, o Brasil tributa o lucro de suas empresas em bases universais, ou seja, esses lucros são tributados de acordo com a lei do país de origem da empresa, independentemente do local onde tenham sido gerados. No entanto, essa sistemática não foi capaz de evitar a constituição de planejamentos fiscais que destinam os lucros obtidos no exterior a paraísos fiscais, impossibilitando a tributação pelo IRPJ e CSLL brasileiros³⁴.

Diante desse panorama, foi editada a Medida Provisória 2.158-25/2001, que, em seu art. 74, prevê a disponibilização automática ao final de cada ano dos lucros de empresas controladas e coligadas no exterior. Dessarte, esses lucros passaram a ser tributados pelo IRPJ e CSLL independentemente da sua efetiva disponibilização para a empresa brasileira, por meio de dividendos³⁵.

O aludido dispositivo vem sendo duramente criticado porquanto encerra em um mesmo balaio empresas que tem controladas e coligadas em paraísos fiscais e também aquelas que as tem em países cujo sistema tributário é “normal”. Há, inclusive, Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADIN nº 2.588) pendente de julgamento no Supremo Tribunal Federal (STF), que declarará se tal artigo é constitucional ou não.

Em vista disso, é cabível afirmar com Borges que a tributação dos investimentos de pessoas jurídicas do Brasil no exterior é caótica, pois ainda não é possível saber se a sistemática vigente será mantida ou extinta pelo STF³⁶.

No que atina aos investimentos de pessoas físicas no exterior, não houve modificações relevantes durante o lapso temporal analisado. Talvez a única que mereça ser citada é aquela introduzida pelo art. 16 da IN 208/2002, que permite às pessoas físicas que declararem rendimentos oriundos de fontes no exterior e que tenham sido tributadas nesses locais deduzir tais valores do Imposto de Renda a ser pago no Brasil. Porém, para tanto, duas

condições devem ser satisfeitas: a existência de tratado do Brasil com o país em questão e o respeito às normas estipuladas no respectivo tratado.

4. Fim da CPMF e majoração das alíquotas do IOF: a manipulação da legalidade em benefício do Fisco

4.1. A extinção da CPMF

A Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira foi instituída pela Lei 9.311/1996, com uma alíquota inicial de 0,2% incidente sobre operação liquidada ou lançamento realizado que representassem circulação escritural ou física de moeda, e de que resultasse ou não transferência da titularidade de valores, créditos e direitos de natureza financeira. O tributo era provisório porque inicialmente só incidiria sobre os fatos ocorridos até 13 meses depois da publicação da lei. No entanto, sua existência foi prorrogada sucessivas vezes e sua alíquota chegou a 0,38%³⁷.

No ano de 2000, foram encomendados estudos de duas importantes consultorias da área econômica, a MB Associados e a Tendências – Consultoria Integrada, com o objetivo de apontar os principais gargalos do mercado mobiliário e alternativas ao desenvolvimento. Ambas assinalaram a CPMF como um dos principais obstáculos ao crescimento do mercado, vez que o tributo reduzia a liquidez e estimulava a migração de capital para bolsas estrangeiras.³⁸

Com efeito, após grande pressão do mercado e forte oposição política ao Governo Federal, em dezembro de 2007 a proposta de prorrogação da CPMF não foi aprovada pelo Senado da República, deixando de existir a aludida contribuição.

Estima-se que a receita anual da CPMF era de aproximadamente 40 bilhões de reais. Obviamente o Governo Federal não se resignaria diante da perda de valores tão substanciais e procuraria outros meios de compensar o “prejuízo”³⁹.

4.2. A majoração das alíquotas do IOF

O IOF é tributo de competência da União, previsto no art. 153, inciso V, do texto constitucional. Consoante Roberto Quiroga Mosquera, a despeito da denominação Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), o aludido dispositivo constitucional estabelece na verdade quatro situações fáticas distintas sobre as quais a União pode cobrar tributo, o que implica

dizer que existem quatro impostos diferentes. Trata-se do IO/Crédito, IO/Câmbio, IO/Seguro e IO/Títulos⁴⁰.

Como ensina Hugo De Brito Machado, tais impostos tem função prevalentemente extrafiscal. Ou seja, o tributo é muito mais um instrumento de manipulação da política de crédito, câmbio e seguro, bem como de títulos ou valores mobiliários, do que meio de arrecadação tributária⁴¹.

Conforme observado acima, o fim da CPMF acarretou à União um prejuízo anual de cerca de 40 bilhões de reais. Por esse motivo, em 3 de janeiro de 2008, menos de um mês após a extinção da malfadada CPMF, foi publicado no Diário Oficial da União o decreto nº 6.339/2008, majorando para 0,38% as alíquotas de todos os IO's. Note-se que, inclusive, tais alíquotas tem o mesmo valor nominal que a da CPMF pouco antes de ser extinta.

Tal medida foi implementada com o claro objetivo de mitigar parte das perdas que a não-prorrogação da CPMF causaria aos cofres públicos, desnaturando-se a função predominantemente extrafiscal do tributo e configurando-se evidente manipulação da legalidade em favor da voracidade arrecadatária.

5. A Lei 12.431/2011 (MP 517/2010) e as emissões incentivadas

Conforme sua exposição de motivos, a Medida Provisória 517/2010, posteriormente convertida na Lei 12.431/2011, adotou uma série de medidas com o escopo de viabilizar a construção de um mercado privado de financiamento de longo prazo.⁴²

É preciso compreender que o bom momento econômico vivido pelo Brasil até meados de 2008 foi afetado pela crise econômica internacional. Embora os efeitos aqui não tenham sido tão nefastos quanto em outros países, eles foram e vem sendo muito mais graves do que alguns políticos brasileiros quiseram fazer crer.⁴³

O *boom* de crescimento do mercado acionário, apoiado nas mudanças perpetradas pelo Novo Mercado e na boa fase econômica que viveu o país, entrou em inflexão a partir de 2008. A crise internacional fez com que grande parte dos recursos estrangeiros investidos no mercado brasileiro voltassem para seus países de origem. Além disso, o péssimo cenário internacional gerou pânico, derrubando a liquidez dos papéis negociados nas bolsas. No caso da Bolsa de Valores de São Paulo, esses problemas levaram a um fechamento em 2008 com queda de 41,2% em relação ao ano anterior.⁴⁴

Esse panorama negativo passou a ser combatido por bancos públicos, principalmente o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que aumentaram suas

linhas de crédito e os valores destinados a esse tipo de investimento, numa tentativa de suprir, ao menos temporariamente, o papel do mercado de capitais, então fragilizado. A participação do BNDES no PIB saiu de 4,5%, em 2000, para atingir 6,0%, em setembro de 2008, quando acelerou fortemente, alcançando 7,0%, no final de 2008.⁴⁵

Não obstante o incremento de financiamentos concedidos por bancos públicos, o Brasil vem crescendo muito lentamente. O crescimento de menos de 1% do Produto Interno Bruto (PIB) no ano de 2012 veio abaixo da expectativa do mercado e muito aquém do que prometia o Governo.⁴⁶ O resultado frustrante ocorreu mesmo após as diversas medidas de estímulo anunciadas pelo Governo Federal: o Planalto tem tentado aquecer a economia com medidas que vão do protecionismo para estimular a indústria nacional até a pressão para o corte de juros e expansão do crédito por parte dos bancos públicos e privados.⁴⁷

Mas a verdade é que apenas com investimentos maciços na indústria e na infraestrutura o Brasil conseguirá incrementar suas taxas de crescimento. De acordo com estudo editado pelo BNDES, intitulado "O Brasil diante de um novo ciclo de investimento e crescimento econômico"⁴⁸, o país precisaria de investimentos da ordem de R\$ 1.324,00 bilhões (um mil trezentos e vinte e quatro bilhões de reais) no período de 2010 a 2013. E, como visto, o fortalecimento dos financiamentos de instituições públicas não tem sido suficiente, ou eficiente, para alavancar o crescimento brasileiro.

E o mercado de capitais, que poderia atuar como fonte de *funding* complementar para esses investimentos, não vem tendo o desempenho esperado, conforme analisado na exposição de motivos da MP 517/2010:

O próprio mercado de capitais (...) apresenta uma captação primária não tão expressiva, girando em torno de 2,5% (dois inteiros e cinco décimos por cento) a três por cento do Produto Interno Bruto - PIB, e com um mercado de títulos de dívida eminentemente concentrado em operações de curto e médio prazo e indexadas a índices de juros de curtíssimo prazo, como os Depósito Interbancário - DI e a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC. Analisada uma amostra das emissões de debêntures oriundas de ofertas públicas e de letras financeiras, respectivamente, nos períodos de Janeiro de 2009 a Setembro de 2010 e de Abril de 2010 a Outubro de 2010, constata-se que apenas 6,54% (seis inteiros e cinquenta e quatro centésimos por cento) das emissões de debêntures apresentavam prazo superior a oito anos e não vinculação com o índice DI ou a taxa SELIC. No caso das letras financeiras, nenhuma das emissões analisadas apresentava prazo superior a oito anos.⁴⁹

Assim, diante dessa necessidade de investimentos e da insuficiência das formas de financiamento até então existentes, a MP 517/2010 trouxe medidas para incentivar o desenvolvimento de um mercado de financiamento privado de longo prazo, baseado não apenas no estímulo a novas emissões, mas também no funcionamento de um mercado

secundário de negociação de tais títulos.

Nesse sentido, a MP 517/2010 determinou:

- i) redução da alíquota de imposto sobre a renda incidente sobre rendimentos de títulos privados de longo prazo, emitidos por empresas não financeiras, quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior (art. 1º);
- ii) redução de alíquota de imposto sobre a renda sobre rendimentos de debêntures de longo prazo emitidas para financiar projetos de infra-estrutura (art. 2º);
- iii) redução da alíquota de imposto sobre a renda incidente sobre cotistas de fundos de investimento ou de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento que apresentam percentual relevante de suas carteiras aplicadas nos títulos disciplinados no art. 2º (art. 3º);
- iv) flexibilização do texto legal que rege o fundo de investimento em infra-estrutura (art. 4º);
- v) reformulação da tributação de imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos periódicos dos títulos de renda fixa (art. 5º);
- vi) alteração dos dispositivos da Lei nº 6.404, de 1976, que disciplina as debêntures (art. 6º); e
- vii) permissão para que a atualização dos valores dos rendimentos periódicos pagos por títulos de renda fixa privados ocorra em período inferior a um ano (art. 7º).

Ainda com o intuito de fomentar os mercados e, neste caso específico, de possibilitar o retorno de um amplo conjunto de cidadãos aos mercados de crédito e de venda a prazo, permitindo sua recomposição como membros promotores da capacidade de crescimento da economia, a MP alterou a tributação de operações de créditos levadas a prejuízo e renegociadas. A medida, no entanto, abarcou apenas as operações renegociadas de crédito rural ou junto a pessoas físicas, nesse último caso, limitadas àquelas que apresentem montante de até R\$ 30.000,00 (trinta mil reais) (art. 8º).

Segundo estimativas da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda, tais medidas de estímulo e desoneração, em conjunto, representariam uma renúncia fiscal de aproximadamente R\$ 972 milhões, a serem incorridos nos dois primeiros anos após sua adoção. Até o momento, no entanto, o Brasil não vem conseguindo reverter a trajetória de baixo crescimento.⁵⁰

6. Tributação de contratos derivativos: a Lei 12.543/2011

Segundo Rachel Sztajn, derivativos são instrumentos financeiros que derivam do valor de algum outro bem ou posição jurídica subjacente. Esse bem subjacente é, geralmente, um ativo financeiro ou taxa (juros, câmbio), mas pode ser qualquer bem sujeito a risco de variação de preço ou valor.⁵¹

Nessa senda, Otavio Yazbek ensina que os derivativos são produtos financeiros que viabilizam a proteção de instituições financeiras contra exposições a riscos de volatilidade dos

mercados⁵². Sabe-se que tais produtos tiveram um papel importante na crise financeira internacional de 2008 e que, talvez, a ausência de regulação nos EUA sobre o tema tenha contribuído para a explosão da crise.

No que se refere ao Brasil, aluda-se que em 2008 o mercado pátrio se viu em um momento de dificuldade: foi fortemente marcado pela crise financeira originada nos Estados Unidos, como foi acima observado. Aqui, uma das nefastas consequências dessa crise foi, após a saída de dólares do mercado brasileiro para seus países de origem, a súbita apreciação do dólar norte-americano frente ao real, o que desencadeou prejuízos bilionários decorrentes de contratos de derivativos cambiais⁵³.

Isso posto, imperioso salientar o advento da Lei 12.543/2011, resultado da conversão da Medida Provisória 539/2011. O referenciado diploma legal introduziu uma série de regras que regulam a constituição de operações com derivativos, principalmente no tocante a aspectos de publicidade e eficácia de gravames e ônus. Pode-se dizer que o diploma legal surgiu da necessidade de se regulamentar esse tipo de operação, suscitada principalmente pela crise de 2008.

No que pertine à seara tributária, o objetivo do Governo foi tributar os contratos derivativos cambiais, pois, em seu entender, tal instrumento vinha sendo utilizado de maneira especulativa com o intuito de instigar a valorização do real frente ao dólar, o que prejudicaria o setor exportador pátrio.

Desse modo, o diploma legal em questão permitiu ao Executivo alterar a alíquota do IOF incidente sobre esse tipo específico de derivativo para até 25% do valor da operação. No momento, a alíquota é de 1%, enquanto os demais tipos de derivativos, não vinculados à variação cambial, estão sujeitos à alíquota zero do imposto.

Assim que editada a MP, a principal crítica do “mercado” em relação à novidade legislativa escrutinada residia no fato de não era feita distinção entre as operações especulativas e aquelas envolvendo derivativos mas destituídas de tal escopo⁵⁴. Esperava-se que isso fosse solucionado por regulamentação do Executivo. Entretanto, o Decreto 7.562/2011, que regulamentou a lei inicialmente, não trouxe qualquer detalhamento nesse sentido, tampouco a IN RFB 1.207/2011, que regulamentou a incidência do IOF-derivativos.

Ante a pressão do mercado, especialmente do setor exportador, em março de 2012 foi publicada a IN 1.256/2012, que autoriza a pessoa jurídica exportadora, relativamente às operações de *hedge*⁵⁵, a descontar do IOF a recolher na condição de contribuinte, devido em cada período, o IOF apurado e recolhido a título de derivativo cambial.

7. Considerações finais

De todo o exposto, pode-se observar que as modificações da legislação tributária ocorridas no período de 2001-2013 seguiram uma lógica diferente das medidas desenvolvimentistas adotadas entre as décadas de 1960 e 1990. A utilização de incentivos fiscais com o objetivo de desenvolver mercados e investidores de maneira artificial aos poucos foi sendo reduzida.

Também é verdade que foi apenas com as grandes alterações do contexto econômico, social e institucional do Brasil ocorridas nos últimos 20 anos, que foi possível alterar a sina de irrelevância do mercado de capitais no país. Ao contrário do que acontecia antes desse salto de desenvolvimento, a regulação tributária do último decênio passou a se pautar por elementos já existentes na realidade, como investidores pessoa física com capacidade de investimento, fortes investidores institucionais, boa reputação internacional do país, etc. Antes dessa virada no panorama sócio-econômico brasileiro, os incentivos fiscais tentavam, de alguma maneira, criar essas estruturas e instituições artificialmente.

Isso não significa que o Brasil deixou de utilizar incentivos fiscais como estratégia de desenvolvimento. Mas é nítido que a regulação tributária passou a vir mais a reboque dos fatos e acontecimentos reais do que previamente, como era corriqueiro há alguns anos, na tentativa de se criar e desenvolver mecanismos, instituições e até mesmo uma cultura de investimentos que não existiam na realidade pátria.

De outro lado, também não se pode negar que os incentivos fiscais tiveram alguma importância para que o mercado pudesse ser o que é hoje. Como afirmam Trubek, Vieira e Sá⁵⁶, é muito fácil criticar os esforços dos reformadores do mercado de capitais. Muitas vezes, os incentivos fiscais eram os únicos instrumentos disponíveis no momento de implementação das reformas, tendo em vista que não havia centros de pesquisa aptos a realizar estudos detalhados e elaborar políticas fiscais aprofundadas. Ademais, ainda que não se possa estabelecer uma relação de causalidade entre os estímulos fiscais e o desenvolvimento do mercado, certamente não se pode ignorar o papel pedagógico que esses instrumentos tiveram. Eles expuseram um desejável estado futuro do mercado e, assim, esquematizaram novas relações e conceitos que não tinham estado presentes antes.

Disso se depreende a seguinte questão: até que ponto a regulação tributária teve ou tem o condão de alterar o comportamento dos atores do mercado de valores mobiliários e o quanto isso tem contribuído para o desenvolvimento do mercado? A verdade é que a política tributária brasileira carece de dados mais robustos e específicos. A análise de diversos

diplomas legais nos últimos dez anos demonstra que não há um planejamento a longo prazo para o mercado de valores mobiliários brasileiro, ao menos do ponto de vista tributário. A legislação é alterada constantemente, dependendo do momento econômico que o país vive.

Especificamente sobre o tema dos incentivos fiscais, não há estudos mais detalhados acerca dos seus efeitos para o desenvolvimento do país. O Direito, nesse caso, é utilizado para solucionar problemas concretos, mas sequer sabemos, de maneira exata, se há êxito ou não. Além disso, muitas vezes o Governo “dá com uma mão e tira com outra”, como foi o caso da CPMF e do IOF, acima descrito. A desoneração é ilusória, utilizada muito mais com finalidade política do que efetivamente econômica.

Tal dinâmica talvez denote o fato de que o Governo não vê o mercado de capitais como um elemento estratégico para o desenvolvimento do país. A importância dada aos bancos públicos, especialmente ao BNDES, também reforça esse entendimento. O problema é que o país vem demonstrando as menores taxas de crescimento entre os chamados BRIC's⁵⁷ e a nossa economia dá sinais de enfraquecimento. Nossa indústria de baixo valor agregado somada ao denominado custo Brasil, do qual o sistema tributário é protagonista, colocam-nos em difícil posição de competir num cenário cada vez mais globalizado.

Uma verdade é incontestável: o Brasil só ingressará num novo ciclo de crescimento se passar a investir em infraestrutura e produzir inovação – isso sem entrar em detalhes sobre os problemas da nossa carga tributária, complexidade do sistema tributário e burocracia ineficiente. Porém, os bancos públicos, principais fontes de financiamento para tais projetos, não têm ofertado crédito suficiente, ou não o tem feito de maneira eficiente, porque o Brasil se mantém com as taxas de crescimento muito baixas e não temos perspectivas animadoras em curto prazo. O mercado de valores mobiliários é uma alternativa relativamente barata e eficiente como fonte de crédito para tais projetos. Fica um espaço substancial para novas pesquisas identificarem, mais especificamente, os gargalos ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro e sua relação com a tributação : i) um país como o Brasil não tem vocação para construir uma base sólida de financiamento privado via mercado de valores mobiliários?; ii) os esforços necessários para tanto não têm sido postos em prática?; iii) do ponto de vista da regulação tributária, temos adotado estratégias equivocadas?

Referências:

Livros, artigos e teses:

BENTO, Paulo (coord.) *et. al.* **Manual de Tributação no Mercado Financeiro**. São Paulo: Saraiva, 2011.

BERTI, Flávio de Azambuja. **Impostos: extrafiscalidade e não-confisco**. 2. ed. Curitiba: Juruá, 2006.

BORGES, José Souto Maior. **Teoria Geral da Isenção Tributária**. 3. ed. revista e atualizada. São Paulo: Malheiros, 2001.

CANADO, Vanessa Rahal. SANTI, Eurico Marcos Diniz de (coords.). **Tributação dos Mercados Financeiro e de Capitais e dos Investimentos Internacionais**. São Paulo: Saraiva, 2011. (Série GVlaw).

CARVALHO, Cristiano. **Teoria do Sistema Jurídico: direito, economia, tributação**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

CARVALHO, Paulo de Barros. O Instituto da Isenção como Instrumento de Extrafiscalidade, **Projeção: Revista Brasileira de Tributação e Economia**, n. 11, pp. 32-38, 1976.

LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.). **Agenda Contemporânea: 30 Anos de Brasil**. V. 1, 2 e 3. São Paulo: Saraiva, 2012. (Série GVlaw).

MACHADO, Hugo de Brito. **Curso de Direito Tributário**. São Paulo: Malheiros, 1997.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. SANTI, Eurico Marcos Diniz de. ZILVETI, Fernando Aurelio. **Tributação Internacional e dos Mercados Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

SÁ, Paulo Fernandes de. VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa. TRUBEK, David M. **Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970)**. 2. ed. José Rodrigo Rodriguez (organizador). São Paulo: Saraiva, 2011. (Coleção Direito, Desenvolvimento e Justiça. Série Clássicos Jurídicos).

SANTI, Eurico Marcos Diniz de. **Tributação & Desenvolvimento, o Direito em rede na Era da Informação e o resgate da relação fisco-contribuinte: entre Legalidade e Democracia**. Disponível em: <<http://www.fiscosoft.com.br/a/5jc6/tributacao--desenvolvimento-o-direito-em-rede-na-era-da-informacao-e-resgate-da-relacao-fisco-contribuinte-entre-legalidade-e-democracia-eurico-marcos-diniz-de-santi>>. Acesso em 12.03.2013.

SCHOUERI, Luís Eduardo. **Normas Tributárias Indutoras e Intervenção Econômica**. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

SILVEIRA, Paulo Antônio Caliendo Velloso da. **Direito tributário e análise econômica do Direito: uma visão crítica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

SOUSA, Lucy Aparecida de. **O Mercado de Capitais Brasileiro no Período 1987-97**. Tese de Doutorado em Economia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas/março/1998. 196 páginas.

SUNDFELD, Carlos Ari; ROSILHO, André. **Direito e Políticas Públicas: dois mundos?** (Mimeo).

TÔRRES, Heleno Taveira (coord.). **Tributação nos Mercados Financeiro e de Capitais e na Previdência Privada**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

YAZBEK, Otavio. **Crise, Inovação e Regulação no Mercado financeiro**. (Mimeo).

Sítios eletrônicos:

AGÊNCIA BRASIL. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/noticia/2008-12-30/bolsa-encerra-2008-com-queda-de-412-e-real-perde-313-frente-ao-dolar>> Acesso em 11.03.2013.

_____ Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/noticia/2013-03-01/mantega-admite-que-crescimento-do-pib-em-2012-ficou-abaixo-das-expectativas>> Acesso em 11.03.2013.

BMFBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado_capitais_desafios.pdf> Acesso em 23.05.2012.

BMFBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf>> Acesso em 23.05.2012.

_____ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Focus5.pdf>> Acesso em 07.03.2013.

BNDES. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3102.pdf> Acesso em 11.03.2013.

BNDES. Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro_brasil_em_transicao/Brasil_em_transicao_cap03.pdf> Acesso em 11.03.2013.

ESTADO DE SÃO PAULO. Disponível em: <http://www.estadao.com.br/especiais/a-cpmf-da-origem-ao-fim,3929.htm>> Acesso 23.05.2012.

ESTADO DE SÃO PAULO. Disponível em: http://blogs.estadao.com.br/jamil-chade/2012/11/27/brasil-tera-pior-taxa-de-crescimento-dos-brics-em-2012-segundo-ocde/?doing_wp_cron=1363029466.3016099929809570312500> Acesso em 11.03.2013.

EXAME. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/economia/noticias/pib-fraco-faz-brasil-perder-posto-de-6a-economia-do-mundo>> acesso em 11.03.2013.

O GLOBO. Disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/lula-crise-tsunami-nos-eua-se-chegar-ao-brasil-sera-marolinha-3827410>> Acesso em 11.03.2013.

PINHEIRO NETO. Boletim 63. Disponível em: http://www.pinheironeto.com.br/upload/tb_pinheironeto_boletim/pdf/220911153347boletim63.pdf> Acesso em 09.06.2012.

PINHEIRO NETO. Boletim 83. Disponível em: http://www.pinheironeto.com.br/upload/tb_pinheironeto_artigo/pdf/291211144532AnexoBI2183a.PDF> Acesso em 09.06.2012.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm> Acesso em 11.03.2013.

SENADO FEDERAL. Disponível em: <http://www12.senado.gov.br/noticias/materias/2011/11/16/senado-aprova-mp-que-permite-tributacao-de-derivativos-cambiais-em-ate-25>> Acesso em 10.06.2012.

VIEIRA, Edson Roberto; CORRÊA, Vanessa Petrelli. Mercado de capitais e governança corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes. Disponível em: <http://www.bnb.b.br/content/aplicacao/ETENE/Anais/docs/mercado-de-capitais.pdf>> Acesso em 07.03.2013.

¹ Mestrando na Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (Direito GV). Pesquisador do Núcleo de Estudos Fiscais da Direito GV.

² De acordo com o art. 1º da Lei 10.198/2001, constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito

de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. Como exemplos de valores mobiliários, podemos citar ações, partes beneficiárias, debêntures, bônus de subscrição, etc.

³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro desde 1964. In: MARIA LÚCIA L. M. PADUA LIMA (coord.). **Agenda Contemporânea: Direito e Economia – 30 anos de Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 194.

⁴ SÁ, Paulo Fernandes de; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; TRUBEK, David. In: RODRIGUEZ, José Rodrigo (org.). **Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro (1965-1970)**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 227. (Coleção Direito, Desenvolvimento e Justiça. Série Clássicos Jurídicos).

⁵ A MB Associados, em estudo elaborado sob encomenda da BOVESPA no ano 2000, apresenta vários dados e argumentos demonstrando a pouca relevância do mercado acionário para a economia brasileira: a) o baixo número de empresas, à época, com ações negociadas em bolsa, se comparado com outros países; b) a existência de outras formas de financiamento à custo baixo, como os empréstimos do BNDES; c) poucas empresas com liquidez, etc. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado_capitais_desafios.pdf> Acesso em 25.06.2012.

⁶ SOUSA, Lucy. **O Mercado de Capitais Brasileiro no Período 1987-97**. Tese de Doutorado em Economia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas: 1998, pp. 26-27.

⁷ Cf.: SANTI, Eurico Marcos Diniz de. **Tributação & Desenvolvimento, o Direito em rede na Era da Informação e o resgate da relação fisco-contribuinte: entre Legalidade e Democracia**. Disponível em: <<http://www.fiscosoft.com.br/a/5jc6/tributacao--desenvolvimento-o-direito-em-rede-na-era-da-informacao-e-resgate-da-relacao-fisco-contribuinte-entre-legalidade-e-democracia-eurico-marcos-diniz-de-santi>>. Acesso em 12.03.2013.

⁸ SUNDFELD, Carlos Ari; ROSILHO, André. “Direito e Políticas Públicas: dois mundos?”. São Paulo: Mimeo.

⁹ SUNDFELD, Carlos Ari; ROSILHO, André. “Direito e Políticas Públicas: dois mundos?”, p. 5.

¹⁰ Estas inovações autorregulatórias estabeleciam compromissos para administradores e acionistas. “Tais compromissos referem-se à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da companhia; e à adoção de regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor. A melhoria da qualidade das informações prestadas pela companhia e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Assim, em virtude do aumento da confiança, eleva-se a disposição dos investidores de adquirir ações da companhia, tornando-se sócios desta. A redução do risco também gera melhor precificação das ações, o que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas.” Disponível em: < http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/Folder_NovoMercado.pdf> Acesso em 07.03.2013.

¹¹ Cf.: < <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Focus5.pdf>> Acesso em 07.03.2013.

¹² Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado_capitais_desafios.pdf Acesso em 25.06.2012.

¹³ JUNQUEIRA, Lavínia; TUBA, Gabriela. Investimentos em Renda Variável: Tributação. In: SANTI, Eurico M. D. CANADO, Vanessa Rahal (coord.). **Tributação dos Mercados Financeiro e de Capitais e dos Investimentos Internacionais**. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 108.

¹⁴ A operação ou o conjunto de operações iniciadas e encerradas em um mesmo dia.

¹⁵ De acordo com o art. 756 do Regulamento do Imposto de Renda (RIR/1999), as operações de *swap* estão sujeitas à retenção do imposto na fonte, à alíquota de 20%, sobre o resultado positivo auferido na liquidação do contrato de *swap*. *Swap* é uma operação realizada para liquidação em data futura que implica na “troca” de resultados financeiros entre duas partes durante um determinado período. É um contrato de troca de indexadores, que funciona como *hedge* (proteção), permitindo conseqüentemente aos participantes do mercado se protegerem dos riscos inerentes aos ativos que operam.

¹⁶ BENTO, Paulo (coord.) *et. al.* **Manual de Tributação no Mercado Financeiro**. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 124-125.

¹⁷ Há diversos estudos sobre a transparência dos mercados financeiros, como por exemplo: CLARE, A. e COURTENAY, R. (2001) “What can we learn about monetary policy transparency from financial market data?” Bundesbank Discussion Paper 06/01; MENDONÇA, H.F. and SIMÃO FILHO, J. (2008) “Macroeconomic Effects of Central Bank Transparency: The Case of Brazil”, *Cato Journal*, 28(1), 117-137; EIJJFINGER, S.C. e GERAATS, P.M. (2002). “How transparent are central banks?”, CEPR Discussion Paper 3188.

¹⁸ A Política Econômica no Período 1979/2010. In: LIMA, Maria Lucia P. (coord.). **Agenda Contemporânea: Direito e Economia – 30 anos de Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 621.

¹⁹ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/BMFVOVESPA-Relatorio-Anual-2009.pdf>> Acesso em 24.06.2012.

²⁰ Art. 2º da Lei 11.033/2004 e art. 46 da IN RFB 1.022/2010.

²¹ Art. 3º da Lei 11.033/2004.

²² **Manual de Tributação...** Ob. Cit., p. 138.

²³ PORCHAT, Décio. Mercados Financeiro e de Capitais: Investimentos em Renda Fixa. In: SANTI, Eurico M. D. CANADO, Vanessa Rahal (coord.). **Tributação dos Mercados Financeiro e de Capitais e dos Investimentos Internacionais**. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 41.

²⁴ MARANESI, Fabio Alves; BARROS, Franciny de. Investimentos em Renda Fixa: Tributação. In: SANTI, Eurico M. D. CANADO, Vanessa Rahal (coord.). **Tributação dos Mercados Financeiro e de Capitais e dos Investimentos Internacionais**. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 95.

²⁵ SOUSA, Lucy. Ob. Cit., p. 30.

²⁶ Art. 1º, incisos I, II, III e IV.

²⁷ Investimentos em Renda Fixa: Tributação. Ob. Cit., p. 99.

²⁸ LIMA, Maria Lucia P. A Política Econômica no Período 1979/20120. In: LIMA, Maria Lucia P. (coord.). **Agenda Contemporânea: Direito e Economia – 30 anos de Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 628.

²⁹ MEIRA, Thais Barros de. Principais Aspectos Fiscais Relacionados ao Investimento Estrangeiro no Brasil. In: SANTI, Eurico M. D. CANADO, Vanessa Rahal (coord.). **Tributação dos Mercados Financeiro e de Capitais e dos Investimentos Internacionais**. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 345.

³⁰ Art. 78 da Lei 8.981/1995.

³¹ Art. 15, inc. XIX.

³² Art. 54, § 14, III, da IN RFB 1.022/2010.

³³ In: TORES, Heleno Taveira (coord.). **Tributação dos Mercados Financeiro e de Capitais e na Previdência Privada**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 338.

³⁴ Investimentos Brasileiros no Exterior: Tributação de Pessoas Jurídicas. In: SANTI, Eurico M. D. CANADO, Vanessa Rahal (coord.). **Tributação dos Mercados Financeiro e de Capitais e dos Investimentos Internacionais**. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 436.

³⁵ IDEM, p. 436.

³⁶ IBIDEM, p. 437.

³⁷ SOUZA, Renato A. Gomes. Aplicações Financeiras: Tributação. In: TORES, Heleno Taveira (coord.). **Tributação dos Mercados Financeiro e de Capitais e na Previdência Privada**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 312.

³⁸ Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado_capitais_desafios.pdf> e <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf>> Acesso em 23.05.2012.

³⁹ Disponível em <<http://www.estadao.com.br/especiais/a-cpmf-da-origem-ao-fim,3929.htm>> Acesso em 23.05.2012.

⁴⁰ Os Impostos Sobre Operações de Crédito, Câmbio, Seguro ou Relativas a Títulos ou Valores Mobiliários – Conceitos Fundamentais. In: EURICO M. D. DE SANTI, FERNANDO A. ZILVETI e ROBERTO Q. MOSQUERA (coord.) *et al.* **Tributação Internacional e dos Mercados Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 103.

⁴¹ **Curso de Direito Tributário**. São Paulo: Malheiros, 1997, p. 245.

⁴² Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm> Acesso em 11.03.2013.

⁴³ Cf.: <<http://oglobo.globo.com/economia/lula-crise-tsunami-nos-eua-se-chegar-ao-brasil-sera-marolinha-3827410>> Acesso em 11.03.2013.

⁴⁴ Cf.: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/noticia/2008-12-30/bolsa-encerra-2008-com-queda-de-412-e-real-perde-313-frente-ao-dolar>> Acesso em 11.03.2013.

⁴⁵ Cf.: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3102.pdf> Acesso em 11.03.2013.

⁴⁶ Cf.: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/noticia/2013-03-01/mantega-admite-que-crescimento-do-pib-em-2012-ficou-abaixo-das-expectativas>> Acesso em 11.03.2013.

⁴⁷ Cf.: <<http://exame.abril.com.br/economia/noticias/pib-fraco-faz-brasil-perder-posto-de-6a-economia-do-mundo>> acesso em 11.03.2013.

⁴⁸ Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro_brasil_em_transicao/Brasil_em_transicao_cap03.pdf> Acesso em 11.03.2013.

⁴⁹ Cf.: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm> Acesso em 11.03.2013.

⁵⁰ Cf.: < http://blogs.estadao.com.br/jamil-chade/2012/11/27/brasil-tera-pior-taxa-de-crescimento-dos-brics-em-2012-segundo-ocde/?doing_wp_cron=1363029466.3016099929809570312500> Acesso em 11.03.2013.

⁵¹ Notas em matéria de derivativos: opções. In: Torres, Heleno Taveira. (Org.). **Tributação nos mercados financeiro e de capitais e na Previdência Privada**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, pp. 381-395.

⁵² YAZBEK, Otavio. **Crise, inovação e regulação no Mercado financeiro**. (Mimeo).

⁵³ A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do Mercado de valores mobiliários brasileiro. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV), p. 29.

⁵⁴ Disponível em: <http://www.pinheironeto.com.br/upload/tb_pinheironeto_boletim/pdf/220911153347boletim63.pdf> Acesso em 09.06.2012.

⁵⁵ Termo utilizado para designar atos que previnam a perda completa de um investimento, por de meio de uma medida preventiva.

⁵⁶ **Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro** (1965-1970). 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 227-239.