

São Paulo - 1998



TRIBUTAÇÃO NO MERCADO
FINANCEIRO E DE CAPITAIS

ROBERTO QUIROGA MOSQUERA

AVUL 1
ORIG

residente no exterior quando este atua diretamente ou através de uma entidade de investimento coletivo (fundos por exemplo). Foram analisadas, neste capítulo - tributação pelo imposto sobre a renda e proventos de qualquer natureza e a tributação pelos impostos sobre operações de crédito, câmbio, seguro e relativos a títulos e valores mobiliários.

Com este trabalho, esperamos poder contribuir para a sistematização das regras tributárias atinentes ao mercado financeiro e de capitais e estamos abertos a discussões e correções eventualmente pertinentes, que sempre serão bem-vindas.

1. Conceitos Básicos de Mercado Financeiro e Mercado de Capitais

1ª Parte

1.1 O Mercado Financeiro - Noção Conceitual

O *mercado financeiro* é o mercado da intermediação bancária ou intermediação financeira. Caracteriza-se pela interposição da entidade financeira entre aqueles que têm recursos disponíveis e aqueles que necessitam de crédito. A instituição financeira aparece como captadora de dinheiro junto ao público, para posterior cessão desses valores àqueles que precisam de financiamento. Daí por que tal mercado também é denominado "mercado de crédito".

No mercado financeiro, via de regra, os detentores de recursos monetários não realizam negócios jurídicos diretamente com os necessitados de crédito. Entre eles surge a figura da instituição financeira que, por sua conta e risco, capta recursos de terceiros e os repassa às pessoas físicas e jurídicas que solicitam financiamento para a prática de seus negócios privados ou comerciais. Nesse repasse, em regra, a entidade bancária acaba por auferir um ganho (também denominado *spread*), que corresponde à diferença entre o custo do dinheiro captado e a remuneração recebida de terceiros pelo empréstimo de recursos. No mercado financeiro realiza-se a tradicional atividade bancária.

As instituições financeiras cumprem justamente a função econômica de viabilizar esse trânsito (mobilização) entre a poupança popular e o financiamento, ou como prefere Fernando Zunzunegui: "El mercado financiero es el mecanismo previsto por la ley para la asignación del ahorro a las necesidades de financiación". Se confia en el mercado para cumplir esta función económica?²

A noção conceitual do mercado financeiro das definições de atividade bancária e da profissão de banqueiro, com elas se confundindo. J. X. Carvalho de Mendonça, em seu *Tratado de Direito Comercial*, esclarece que os bancos são empresas comerciais que se colocam entre os que dispõem de capitais e os que precisam obtê-los. Trata-se de uma "intromissão" da aludida empresa entre os poupadores de recursos e os necessitados deles. E, ao assim definir a atividade bancária, o ilustre professor acaba por dizer que os bancos: "Criam assim um especial mercado, no qual servem de intermediários entre os capitais

¹ Neste primeiro momento, utilizaremos as expressões "entidades financeiras", "instituições financeiras", "bancos" etc. com significação semelhante, sem fazer a distinção dos conceitos legais, hoje existentes na legislação brasileira, para as diferentes instituições pertencentes ao sistema financeiro nacional. Tais distinções serão estudadas em tópico adiante. ZUNZUNEGUI, Fernando. *Derecho del Mercado Financiero*. Madrid: Marcial Pons Ediciones, 1997, p. 16.

de crédito *bancariamente passivos*, porque o cliente é que dá, que presta.)" (grifos do autor).⁷

Neste particular, Pedro Frederico Caldas observa que as operações passivas dos bancos formam o *funding* de suas operações ativas. Por intermédio destas, a produção e o consumo são financiados, possibilitando uma harmonia entre o ato de aplicar e o ato de tomar recursos financeiros. Sintetiza o citado autor que cabe às instituições financeiras uma importante função no cenário econômico, atuando na ponta do sistema captando recursos daqueles que possuem capitais, pagando-lhes juros da aplicação financeira e na outra ponta do sistema, aplicando os recursos arremetidos na concessão de crédito e financiamento.⁸ Portanto, é no *mercado financeiro* que se desenvolve a atividade bancária por excelência, consistente na *intermediariedade na circulação do dinheiro*.⁹ Como aludiu Pontes de Miranda, essas operações são as mais frequentes. Trata-se do objeto social principal das entidades financeiras e como tal traz o negócio jurídico primordial dentro da atividade bancária.

No entanto, as instituições financeiras, os bancos e as demais entidades financeiras desenvolvem outras atividades no âmbito de suas atividades no mercado financeiro, que não representam propriamente a intermediação de crédito acima referida, ou seja, receber e dar crédito. Outras operações são praticadas pelas entidades financeiras acessórias, em especial a prestação de serviços a seus clientes. Mencionadas atividades acessórias, como observa Nelson Abrão, sempre objetivam a viabilização da operação principal e, como tal, estão conectadas a ela.¹⁰ Tais operações, apesar de secundárias, não deixam de ser realizadas no âmbito do *mercado financeiro*. Inclusive, as normas que dizem respeito à constituição e funcionamento das entidades financeiras, prevêem expressamente esse rol de atividades.

Por se nutrir de capitais de terceiros e não somente capitais de próprios, as instituições financeiras necessitam ter a confiança do público e uma disciplina jurídica bastante transparente e firme. Nas operações desenvolvidas no *mercado financeiro*, a estabilidade das entidades financeiras é princípio basililar. Esta estabilidade é viabilizada com um enredo normativo que controle o exercício da atividade bancária, intervenha em caso de crise financeira e proteja a economia popular envolvida. Fernando Zuanzuegui aponta que, por operar em preponderantemente com fundos de terceiros em grau muito mais elevado que a grande maioria das empresas, os bancos precisam obter a confiabilidade de sua clientela. Os detentores de recursos financeiros aplicam seus recursos na entidade financeira porque têm confiança de que ela cumprirá com suas obrigações. Em ou-

⁷ PONTES DE MIRANDA. *Tratado de Direito Privado*. São Paulo: RT, 1984, tomo LII, p. 6.

⁸ CALDAS, Pedro Frederico. As instituições financeiras e a taxa de juros. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XXXV, nº 101, pp. 76-77.

⁹ Op. cit. (nota 7), p. 3.

¹⁰ ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. São Paulo: RT, 1996, p. 30.

que desejam emprego e o trabalho que os procura, ou conforme se diz com maior elegância, servem de intermediários de crédito".³

A esse mercado decorrente da atividade bancária, citado por J. X. Carvalho de Mendonça, denominamos *mercado financeiro*. Nela, desenvolve-se um valho de atividades nas quais a entidade financeira, por conta própria, disponibiliza capitais e ao mesmo tempo é captadora de recursos financeiros. Em verdade, os bancos centralizam a oferta e a procura dos capitais". Essa centralização se faz por conta e risco das entidades financeiras, ou seja, elas atuam em nome próprio e não como meras intermediadoras, onde apenas há a aproximação das partes para realização de um determinado negócio.⁴ No mesmo sentido, Philomeno J. da Costa alude à característica principal da atividade bancária, qual seja: "O profissional, que capta capitais alheios, e os reinveste em pessoas, que produzem mais facilmente riquezas, é o banqueiro nas suas diversas gamas ou fa-

ses".⁵ O banco coloca-se entre o detentor de capitais, recebendo deles valores monetários e remunerando-os com taxas de juros de mercado, e os necessitados de crédito, disponibilizando-lhes os recursos captados e cobrando-lhes, também uma taxa de juros de mercado.

Melhor dizendo, a instituição financeira coloca-se na posição de parte nas relações referidas. Num primeiro momento - ao receber o crédito -, o banco figura no lado passivo da relação comercial, isto é, torna-se devedor do detentor de recursos; num segundo momento - ao dar o crédito - insere-se no lado ativo da relação creditícia. Emerge daí que, de regra, o leque de operações realizadas pelos bancos constitui-se em operações ativas e passivas. Naquelas emprestando, nestas recebendo emprestado.

Pontes de Miranda, ao tratar das espécies de negócios jurídicos bancários, bem esclarece essa dicotomia de operações dos bancos, ao asseverar que: "Os negócios jurídicos de crédito, que são os negócios jurídicos mais frequentes dos bancos e das sociedades de crédito (...), são de duas espécies: a) os negócios jurídicos de crédito em que o banco é que é feito credor (negócios jurídicos de crédito *bancariamente ativos*, porque o banco é que dá, que presta); b) os negócios jurídicos em que é o banco que se faz devedor (negócios jurídicos

¹ MENDONÇA, J. X. Carvalho de. *Tratado de Direito Comercial*, vol. VI, Livro IV, Rio de Janeiro: Forense, 1970, pp. 13-14.

² Op. cit. (nota 3), p. 15.

³ Quando utilizamos neste caso a palavra intermediadora, não estamos dando a ela significado de corretora, isto é, a pessoa que faz corretagem. Corretagem no caso é "o contrato pelo qual uma parte se obriga para com a outra a aproximar interessados e obter a conclusão de negócios, sem subordinação e mediante remuneração. É também chamada mediadora bancária a entidade financeira que faz apenas aproximação das partes; ao contrário ela é parte na relação jurídica de crédito.

⁴ COSTA, Philomeno J. da. As atividades bancárias no anteprojeto do Código Civil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XII, 1973, nº 10, p. 12.

tras palavras, são princípios norteadores do *mercado financeiro*: a proteção do público poupador e a proteção da estabilidade das entidades financeiras.¹¹

Pode-se afirmar, também, que no *mercado financeiro* as operações realizadas são *preponderantemente* aplicações financeiras de renda fixa, matéria sobre a qual discutiremos com mais detalhes no capítulo seguinte. Neste mercado o ganho auferido ou o custo incorrido será a taxa de juros contratada na operação; daí porque são operações mais conservadoras, sem grandes riscos. O que permeia o *mercado financeiro* é a regra de remunerar o capital aplicado dentro dos padrões do mercado, nas taxas de juros praticadas pelas entidades financeiras. Essas taxas formam-se a partir de condições macroeconômicas, nos quais figuram como participantes o governo, as instituições financeiras e a economia popular.

Como tópico final deste item, cumpre assinalar que ao conjunto de normas jurídicas que regulam as diferentes operações realizadas no âmbito do *mercado financeiro* se costuma denominar: *direito bancário*. Esta tem sido a nomenclatura mais comum utilizada pela doutrina e jurisprudência brasileiras e aliengenas.¹² Preferimos batizar o organismo legal que disciplina o *mercado financeiro* como *direito do mercado financeiro*. Tal preferência se dá por uma espinhaca arbitrária que tem como intuito, unicamente, uniformizar a linguagem que estamos adotando neste trabalho. Além do que, possibilita-nos diferenciar esse corpo normativo daquele que regulamentam o chamado *mercado de capitais* e que trataremos a seguir.

Em suma, podemos definir o *mercado financeiro* como o conjunto de operações realizadas entre as instituições financeiras, bancos e demais entidades financeiras e o público em geral, consistentes, dentre outras atividades acessórias, na captação de recursos financeiros junto à economia popular, para posterior concessão de crédito a terceiros. Este mercado é norteado por princípios protecionistas da economia popular e da estabilidade da comunidade financeira sob regime jurídico do *direito do mercado financeiro*.

1.2 O Mercado de Capitais - Noção Conceitual

O *mercado de capitais*, também denominado mercado de valores mobiliários, é o mercado da desintermediação financeira. Nêle, a entidade financeira não se interõe entre o indivíduo que dispõe de poupança e aquele que está necessitado dela: o trânsito de recursos financeiros do detentor de poupança para o necessitado de financiamento dá-se diretamente. A instituição financeira inter-se na relação apenas como interveniente obrigatória, atuando como instrumento para viabilizar a realização das operações realizadas no âmbito do *mercado de capitais*.

¹¹ Op. cit. (nota 2), pp. 17-27-31.
¹² Op. cit. (nota 10), p. 18. VEIGA, Vasco Soares da Veiga. *Direito bancário*. Coimbra: Almedina, 1994. ROMERO, Miguel Acosta. *Nuevo Derecho Bancario*. México: Editorial Porrúa, 1995.

Diferentemente do que ocorre no mercado financeiro, no mercado de capitais a instituição financeira não capta recursos de terceiros para posteriormente repassá-los ao público. A circulação dos recursos - *poupador → tomador de recursos* - materializa-se diretamente. Mais uma vez, é Fernando Zuzunne qui quem nos ensina que "se puede distinguir desde el punto de vista económico das modalidades de asignación del ahorro uno indirecto a través de la banca y outro directo acudiendo al mercado de valores".¹³

Com efeito, no mercado de valores mobiliários a pessoa que quer aplicar seus recursos financeiros o faz diretamente. Entre ela e aquele que necessita de capital ou financiamento, não há a interposição de qualquer entidade financeira que, por sua conta e risco, capte recursos junto ao público, remunerando-os, e os empreste a terceiros a título oneroso. Utilizando outros termos, no *mercado de capitais*, em regra,¹⁴ a entidade financeira figura apenas como interveniente obrigatória na operação e não como parte na relação existente entre o financiador e financiado.

Pode-se afirmar que no mercado de valores mobiliários, os capitais transitam de forma direta entre o doador e o tomador de recursos. Os negócios realizados neste mercado são negócios de participação, onde o investidor ou o aplicador canaliza seus recursos para aquele que está carente deles, sem que se faça necessária a existência da instituição financeira assumindo o risco de crédito. Isso não quer dizer que a entidade financeira não esteja presente na consecução do negócio. Pelo contrário, sua presença é obrigatória, mas, agora, como mera interveniente na operação.

O negócio de bolsa é um bom exemplo de operação realizada no mercado de capitais. Assim, a companhia que necessita de capitais novos para expandir suas atividades comerciais pode socorrer-se junto ao mercado de valores mobiliários. Para tanto, ofertará ações junto ao público poupador, para que este, em sendo de seu interesse, adquira parte da participação acionária e, dessa forma, financie as atividades da companhia emissora. Por esse mecanismo, não há necessidade da existência de uma instituição financeira que inicialmente capte os recursos e posteriormente os repasse à companhia necessitada de capitais. A aquisição de participação societária faz-se diretamente entre a companhia emitente dos valores mobiliários e o investidor, figurando a instituição financeira como mera interveniente na operação, seja como colocadora dos valores mobiliários junto ao público, seja como corretora, aproximando as partes para que estas concretizem os negócios respectivos.

Por sua vez, o mercado de valores mobiliários pode, também, ser dividido em duas subespécies: o *mercado primário* e o *mercado secundário*.¹⁵ Op. cit. (nota 2), p. 16.
¹⁴ Dissimos "em regra", pois em alguns casos excepcionais, a entidade financeira numa determinada operação no *mercado de capitais* pode fazer parte da operação financeira, adquirendo títulos ou valores mobiliários para depois revendê-los. Contudo, em tais ocasiões o caso do *underwriting* com garantia firme.

No *mercado primário*, aqueles que necessitam de recursos financeiros locais-se diretamente em contato com o financiador, emitindo títulos ou valores mobiliários e, dessa forma, financiando-se, capitalizando-se. É nesta fase do mercado que ocorre o real trânsito de valores entre o capitalista e a pessoa carente de capital. É nesse segmento do *mercado de capitais* que se materializa, realmente, uma operação de participação, na qual cumpre-se a função econômica de levar a poupança ao ente necessitado.

No *mercado primário*, as pessoas que necessitam de capital emitam valores mobiliários e os colocam à disposição do público em geral. Nesse momento, há uma verdadeira oferta pública de investimento, de participação, por intermédio da qual a companhia emitente procura capitalizar-se junto ao mercado, para poder efetivar seus planos de crescimento ou sanar dificuldades comerciais momentâneas. É importante sublinhar que a referida captação de capital se efetiva pela emissão de valores mobiliários que materializam a relação de participação entre as partes envolvidas. A partir de sua emissão, esses valores, em regra, têm livre negociação e circulação. Ao mercado derivado do *mercado primário*, no qual os valores mobiliários poderão ser negociados, dá-se o nome de *mercado secundário*.

Com efeito, no denominado *mercado secundário* realizam-se operações de negociação com os valores mobiliários já emitidos, viabilizando a liquidação dos investimentos realizados pelos poupadores originalmente. O *mercado secundário* serve para dar liquidez ao *mercado de capitais*. Aquela que inicialmente aplicou seus recursos financeiros num determinado investimento poderá, a qual-quer tempo, desfazer-se dele, ou porque esta necessitada do capital original para consumo, ou simplesmente porque pretende alterar o perfil de suas investições financeiras. Fernandozunzunegui, ao tratar do tema, pondera que o *mercado secundário* proporciona liquidez aos valores mobiliários já emitidos, ao colocar em contato os poupadores para que estes realizem suas transações.¹⁵ O *mercado primário* e o *mercado secundário* exercem funções distintas dentro do *mercado de capitais*. Aquela coloca o capital na mão de quem dele precisa; este permite o retorno do capital investido ao poupador original.

Se no *mercado financeiro* as operações realizadas se constituem *preponderantemente* em aplicações financeiras de renda fixa, no *mercado de capitais*, os negócios realizados constituem-se *preponderantemente* em negócios de renda variável, isto é, investimentos nos quais existe uma imprevisibilidade quanto aos resultados que serão alcançados. Por representarem normalmente operações de participação realizadas no *mercado de capitais* apressadamente, uma maior volatilidade no que se refere ao retorno do capital aplicado.

Como dissemos, no *mercado de capitais* realizam-se operações *preponderantemente* de renda variável, o que não quer dizer que neste mercado não se possam realizar negócios de renda fixa. A emissão de debêntures que pagam ju-

¹⁵ Op. cit (nota 2), p. 17.

ros fixos é um exemplo do que estamos afirmando. Se analisarmos todas as formas de investimento que o *mercado de capitais* brasileiro viabiliza, poderíamos até afirmar que os valores mobiliários de renda fixa são em maior número. No entanto, por questões econômicas, mercadológicas, técnicas etc. a realização de operações de renda fixa (mercado de crédito), basicamente está concentrada no mercado financeiro.

Caso pretenda realizar uma operação no *mercado de capitais* denominada-mente *mercado financeiro*, o investidor poderá fazer-lo sem qualquer embaraço. Para tanto, ele deverá verificar se existem operações desse mesmo tipo no *mercado financeiro público*. O que diferirá de uma operação do mesmo tipo no *mercado financeiro* é que neste haverá a interposição da entidade bancária entre o investidor e o tomador de recursos, enquanto no *mercado de capitais* o poupador poderá disponibilizar seus recursos diretamente ao tomador de recursos, figurando neste caso a instituição financeira apenas como interveniente obrigatória na operação.

A intervenção da instituição financeira nas operações realizadas no mercado de capitais faz-se imperativa, viabilizando a colocação dos títulos no mercado, a transparência das operações, a especialidade da profissão, a distribuição eficiente dos valores mobiliários, a liquidez das operações e, especialmente, a racionalização do controle estatal. Ou seja, a participação da entidade financeira na operação realizada no *mercado de capitais* como interveniente é obrigatória, em vista das regras jurídicas que disciplinam o referido mercado e que analisaremos em tópico adiante.

Se assim é, o *mercado de capitais* proporciona segurança e proteção às pessoas que a ele se dirigem, com intuito de aplicar seus recursos financeiros em algum instrumento de investimento. Fundadamente-se, além disso na necessidade de garantir a estabilidade das entidades financeiras, para que o mercado possa existir de forma eficiente.

Ao conjunto de regras jurídicas que disciplinam as relações intersubjetivas, verificadas no *mercado de capitais* brasileiro, denominaremos *direito do mercado de capitais*. Com efeito, apenas com o intuito didático, sem qualquer pretensão de dar autonomia¹⁶ ao que chamamos *direito do mercado de capitais*, estamos convictos de que, nos dias atuais, há um organismo legal extenso regulamentador das condutas humanas que se verificam no *mercado de capitais*, em suas múltiplas faces.

Em síntese, podemos definir o *mercado de capitais* como o conjunto de operações, realizadas entre pessoas físicas e/ou jurídicas, que consistem na captação de capitais de forma direta entre os poupadores de recursos financeiros e aqueles tomadores de capital, nas quais as entidades financeiras aparecem como sujeitos ativos. Isto porque o Direito é uno, indemonstrável. Apenas para fins didáticos é que dividimos a matéria jurídica em partes autónomas. Com o intuito de conhecer o objeto a que nos propusemos, fazemos esse corte metodológico. Assim procedendo, podemos com maior facilidade apreender os conceitos fundamentais do que denominamos *direito do mercado financeiro e de capitais*.