

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

IMPACTO TRIBUTÁRIO NA DECISÃO DE ALOCAÇÃO DE PORTFÓLIO
EM TÍTULOS PÚBLICOS DE PAÍSES EMERGENTES

Fábio Coutinho Garret de Melo
No. de matrícula 0116594-5

Orientador: Márcio G.P. Garcia

Dezembro de 2004

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Meus profundos agradecimentos aos que contribuíram moralmente para a finalização deste trabalho: meus familiares, amigos e namorada. Dedico esta a vocês.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	pg 6
1.ARCABOUÇO LEGAL PARA A TRIBUTAÇÃO DE TÍTULOS PÚBLICOS.....	pg 7
1.1.LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA DOS EUA.....	pg 8
1.2.LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA DO BRASIL.....	pg 14
1.3.LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA DA TURQUIA.....	pg 18
1.4.LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA DO MÉXICO.....	pg 20
1.5.LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA DO CHILE.....	pg 22
2.ALOCAÇÃO DE PORTFOLIO LIVRE DE IMPOSTO DE RENDA.....	pg 26
3.COMPARATIVO ENTRE TÍTULOS DE DÍVIDA INTERNA E EXTERNA.....	pg 32
(CASO BRASILEIRO)	
CONCLUSÃO.....	pg 34
BIBLIOGRAFIA.....	pg 35

ÍNDICE DE TABELAS E GRÁFICOS

TABELA 1.....	pg 11
TABELA 2.....	pg 15
TABELA 3.....	pg 18
TABELA 4.....	pg 20
TABELA 5.....	pg 22
TABELA 6.....	pg 24
TABELA 7.....	pg 28
TABELA 8.....	pg 30
TABELA 9.....	pg 31
Gráfico 1:Decomposição das taxas de juros do BRASIL.....	pg 37
Gráfico 2:Decomposição das taxas de juros do MÉXICO.....	pg 38
Gráfico 3:Decomposição das taxas de juros do CHILE.....	pg 39
Gráfico 4:Decomposição das taxas de juros da TURQUIA.....	pg 40
Gráfico 5: volatilidade do foward premium.....	pg 41
Gráfico 6:Taxas de juros brutas de Imposto de Renda.....	pg 42
Gráfico 7: taxas de juros líquidas de Imposto de Renda.....	pg 43
Gráfico 8: C-Bond líquido de IR X SELIC líquida de IR.....	pg 44

INTRODUÇÃO

O Mercado Internacional desenvolveu-se de forma que intensa em função da grande oferta mundial de títulos de dívida soberanas. O interesse dos Bancos Centrais dos diversos países é evidente na tentativa de estabelecer políticas monetárias sólidas, oferecendo taxas de juros atrativas para tal.

A análise do investidor para alocar recursos nestes países deverá partir do pressuposto que os juros por estes ofertados devem respeitar a paridade coberta das taxas de juros, isto é, a rentabilidade de um papel não pode ser menor do que os juros remunerados por um título livre de risco, como a rentabilidade dos títulos americanos, acrescidos de uma expectativa de desvalorização cambial para o prazo de aplicação. Um fator determinante para esta decisão será evidenciado por este trabalho: como que os impostos pagos sobre tais rentabilidades alteram a decisão do investidor. Os potenciais investidores estão interessados na rentabilidade líquida de impostos destes papéis. Tais alocações envolvem a legislação tributária de dois países envolvidos, o destinatário e o originário da aplicação. Fica evidente para tais aplicações a necessidade de conhecer ambas as legislações.

No primeiro capítulo serão explicitados tais trâmites tributários para os seguintes países: Brasil, Chile, México, Turquia e Estados Unidos. Estes representam alguns países que têm no Mercado Internacional de títulos a busca por liquidez.

Nos capítulos seguintes, os dados apresentados no primeiro capítulo serão utilizados para análise de rentabilidades destes títulos líquidos de imposto.

1. ARCABOUÇO LEGAL PARA A TRIBUTAÇÃO DE TÍTULOS PÚBLICOS

A motivação de um investidor, que tem por interesse maiores rendimentos proporcionados por aplicações em títulos de dívida pública, negociados tanto nos mercados financeiros locais como nos estrangeiros, deverá partir de uma análise de retorno e risco de um título. Deverão ser levados em conta ainda os diversos trâmites legais e tributários de ambos os países envolvidos, considerando uma aplicação que ocorra fora do país de residência do investidor. Assim, o investidor tem interesse no rendimento líquido de tributação de renda sobre o título, dado uma análise fundamentalista do risco e retorno a que este papel proporciona, dentre estas a instabilidade cambial, solvência do país, fundamentos econômicos que são analisados frente a um interesse de alocação.

A tributação das aplicações financeiras, especificamente títulos da dívida pública, varia de país para país. É necessário, a fim de contextualizar a análise de decomposição das taxas de juros dos países emergentes, considerando estas livres de impostos, destrinchar dentre as legislações tributárias dos países analisados neste trabalho: Brasil, México, Chile e Turquia, como que estes tratam situações como o imposto sobre ganhos financeiros, a possibilidade de investidores não residentes aplicarem em tais títulos, de que forma estes são tributados e se existe uma dedução no país de origem destes que já sofreram tributação no país onde de fato aplicaram. Além disso, é importante notar que todos estes países têm como composição da Dívida Soberana parte de títulos negociados internamente, representando a dívida interna do Estado e parte negociada nos mercados financeiros internacionais, os chamados títulos de dívidas externas, disseminados com mais intensidade após os diversos planos de renegociação ocorridos durante a década de 80 e 90. Como os títulos de dívida externa são geralmente negociados nos principais mercados internacionais, não representam receita tributária para seus respectivos países, uma vez que sofrem tributação conforme as leis do país negociado.

Cabe ao investidor escolher entre investir em títulos negociados internacionalmente (os conhecidos *Bradies Bonds*, *Global Bonds*, *Euro Bonds*) ou aplicar em títulos da dívida interna. Para tal, existe a necessidade de conhecer a tributação para os chamados investidores não residentes ao aplicarem nestes países estudados, analisando as legislações vigentes em cada

país e notando como que as tributações podem fazer títulos de um mesmo país concorrer em função da diferenciação de tributação e do fato de que a aplicação em títulos de dívida interna exige a conversibilidade cambial, fato que pode influenciar em uma taxa maior de juros interna para tornar-se atrativa frente aos títulos negociados internacionalmente. Todos estes são fatos e determinantes para a alocação ótima de portfólio do investidor e serão assim destacados neste início.

Com interesse em tornar o estudo mais abrangente também será analisada a legislação tributária dos EUA, representando os investidores potenciais em títulos de dívida dos países emergentes e como estes cidadãos são tributados sobre investimentos dentro e fora do país.

Serão abordadas, ao longo do trabalho, situações de tributação no país destinatário da aplicação e a existência e possibilidade de dedução no imposto de renda do investidor no país de origem. Será relacionada, para cada país analisado, a tributação dos títulos públicos para os residentes do país e a forma pelo qual são tributados em investimentos fora do seu país. Também será discutida a possibilidade e tributação das aplicações para os não residentes. É importante evidenciar que o imposto de renda que será trabalhado será o utilizado para as Pessoas Físicas.

1.1.LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA DOS EUA

O órgão responsável pela aplicação da lei tributária nos EUA é o *Internal Revenue Service* (IRS), ligado ao Departamento do Tesouro Americano. Assim, cabe ao IRS através das chamadas *Publications* fazer valer a legislação, ensinando detalhadamente os procedimentos de preenchimento dos formulários de declaração, explicando as diversas possibilidades de tributação, conseguindo assim fiscalizar os diversos âmbitos tributáveis.

A *Publication 550* é responsável pela classificação dos investimentos como tributáveis ou não e quais despesas de investimentos são dedutíveis ou não, com destaque para o capítulo destinado a explicar e exemplificar modalidades de ganhos de capital, como determinar esta situação buscando, com isso, analisar cada caso de tributação sobre investimentos. A

tributação americana responsabiliza os bancos e demais intermediários financeiros para informarem os ganhos de juros sobre investimentos no ano, mas não é responsável pela retenção do imposto na fonte ¹.

Conforme esta Publicação, a tributação sobre títulos emitidos pelo Tesouro Americano, dentre os principais os *Treasury Bills, Bonds ou Notes* sofrem tributação federal, sendo isentos de qualquer tributação estadual ou local (municipal). Os *Treasury Bills* em geral possuem maturidade menores que 6 meses, e a diferença entre o desconto do valor de face e o preço de vencimento é a taxa de juros do papel, sendo esta a ser declarada no Imposto de Renda Anual. Os *Treasury Bonds e Treasury Notes* possuem maturidades mais longas, respectivamente maiores que 10 anos e até 10 anos. Ambos efetuam pagamentos semestrais de cupom. Em geral, os juros atribuídos no ano referente devem ser declarados. Como estes são geralmente negociados através de leilão, caso os juros do título comprado sejam menor do que o obtido no leilão, isto é, o preço que foi pago no título foi maior do que a média estabelecido, o cidadão pode ressarcir desta diferença embutindo a diferença como benefício fiscal ². Cabe ressaltar que os títulos de dívidas em gerais, principalmente os emitidos pelo Tesouro Americano podem ser negociados sem pagar juros até o prazo de maturidade (“cupom zero”) e são negociados por desconto no valor de face. Este desconto é tributado e denominado como

¹Salvo raras exceções determinadas para cidadãos que não possuem ou não divulgaram corretamente aos bancos o número do Seguro Social e é notificado pelo IRS que este estará sujeito ao recolhimento na fonte a uma taxa de 28%. Em casos como este, o indivíduo pode sofrer multas que variam de US\$ 50 à US\$ 100.000 pela manutenção da irregularidade e ainda penalidades civis e criminais.

²Desde que o preço não seja menor que 0,25% do valor de face, multiplicado pelos anos de maturidade do título. Caso este seja maior que o valor de face é considerado um ágio. É dever reportar os juros caso estes títulos sejam liquidados antes ao prazo de pagamento do cupom (por assim dizer ao preço de venda está embutido os juros) ou de forma inversa deduzi-los quando os mesmos forem adquiridos após a oferta inicial, considerar apenas os juros de fato recebidos.

“*Original Issue Discount*” (OID), de forma diferenciada dos que pagam cupom. Tal regra não se aplica para títulos de prazos menores do que um ano como os *Treasury Bills*, mas caso estes sejam vendidos a um valor com ágio ou desconto, deverá constar como ganho ou perda de capital.

Caso um título seja adquirido com ágio, acima do preço que foi estabelecido como média de um leilão por exemplo, este pode ser diminuído do OID para fins tributáveis. Os juros recebidos pelas aplicações no ano tal qual o OID é reportado pelos bancos através de formulários, a qual devem ser arquivados e utilizados no preenchimento da Declaração do Imposto de Renda. O saldo da diferença entre juros e descontos menos os ágios (caracteriza uma despesa) que é utilizado para a contabilidade do Imposto de Renda denomina-se *Net Interest Income*.

Os rendimentos provenientes dos títulos da dívida pública americana serão incluídos no Imposto de Renda para fins tributáveis conforme a classificação de ganhos de renda nos EUA (Tabela 1), isto é, cada cidadão pertence a uma faixa tributária e pagará imposto sobre os títulos conforme esta. Além disso, com o devido tratamento diferenciado para as diversas modalidades de investimento, podem existir casos onde os juros (a serem tributados) sobre uma aplicação em obrigação americana podem deduzir uma perda em um outro investimento, como queda de ações, por exemplo. O rendimento obtido durante o ano fiscal deverá ser declarado no formulário anual de recolhimento do imposto de renda (conforme possíveis situações fiscais) e imposto sobre este será unificado com as outras modalidades de ganho de capital sobre investimentos e sobre renda como um todo, pela determinação de faixa do cidadão.

A tributação sobre o título ocorrerá também no caso de alienação do título. Esta operação se caracterizará como um ganho (ou perda, dependendo das condições de venda do ativo) de capital. Este ganho (ou perda) é tributado (deduzido). Nos casos de instrumentos de dívidas, você pode escolher entre incluir como OID (juros são o próprio desconto do papel) ou caso não o faça, este ganho no investimento deverá ser reportado como ganho de capital, sempre quando exceder os juros pagos pelo papel. Cabe assim destacar que a diferenciação da

Tabela 1: Imposto de Renda nos EUA
Tabelas de Imposto Reajustadas - 2003

Fonte: www.irs.gov

	SE A RENDA TRIBUTÁVEL...		O IMPOSTO DEVIDO É...		
	ESTIVER ACIMA DE	MAS NÃO ULTRAPASSAR	ESTE VALOR	MAIS ESTA %	SOBRE O QUE EXCEDER
TABELA X					
SOLTEIRO (A)	\$0,00	\$7.000,00	\$0,00	10%	\$0,00
	\$7.000,00	\$28.400,00	\$700,00	15%	\$7.000,00
	\$28.400,00	\$68.800,00	\$3.910,00	25%	\$28.400,00
	\$68.800,00	\$143.500,00	\$14.010,00	28%	\$68.800,00
	\$143.500,00	\$311.950,00	\$34.926,00	33%	\$143.500,00
	\$311.950,00	--	\$90.514,50	35%	\$311.950,00
TABELA Y-1					
CASADOS DECLARANDO EM CONJUNTO OU VIÚVO (A)	\$0,00	\$14.000,00	\$0,00	10%	\$0,00
	\$14.000,00	\$56.800,00	\$1.400,00	15%	\$14.000,00
	\$56.800,00	\$114.650,00	\$7.820,00	25%	\$56.800,00
	\$114.650,00	\$174.700,00	\$22.282,50	28%	\$114.650,00
	\$174.700,00	\$311.950,00	\$39.096,50	33%	\$174.700,00
	\$311.950,00	--	\$84.389,00	35%	\$311.950,00
TABELA Y-2					
CASADO (A) DECLARANDO EM SEPARADO	\$0,00	\$7.000,00	\$0,00	10%	\$0,00
	\$7.000,00	\$28.400,00	\$700,00	15%	\$7.000,00
	\$28.400,00	\$57.325,00	\$3.910,00	25%	\$28.400,00
	\$57.325,00	\$87.350,00	\$11.141,25	28%	\$57.325,00
	\$87.350,00	\$155.975,00	\$19.548,25	33%	\$87.350,00
	\$155.975,00	--	\$42.194,50	35%	\$155.975,00
TABELA Z					
CHEFE DE FAMÍLIA	\$0,00	\$10.000,00	\$0,00	10%	\$0,00
	\$10.000,00	\$38.050,00	\$1.000,00	15%	\$10.000,00
	\$38.050,00	\$98.250,00	\$5.207,00	25%	\$38.050,00
	\$98.250,00	\$159.100,00	\$20.257,50	28%	\$98.250,00
	\$159.100,00	\$311.950,00	\$37.295,50	33%	\$159.100,00
	\$311.950,00	--	\$87.736,00	35%	\$311.950,00

tributação através da classificação de rendimentos por faixas, incluindo os investimentos financeiros tem por objetivo o tratamento igual da renda pelas modalidades de ganhos, ou seja, não distingue tributação sobre uma aplicação através da compra de um título público do de um

investimento qualquer. Todo e qualquer aplicação financeira é somada à renda do cidadão e, feitas as devidas deduções, é calculado um valor de Imposto, com base nas faixas.

No que tange a tributação de investidores não residentes na compra de títulos americanos, iremos trabalhar com os pressupostos apresentados na *Publication 519*, que se refere ao Imposto cobrado para os cidadãos não-americanos, residentes ou não nos EUA. Neste é apresentado o entendimento da tributação para os cidadãos não-americanos e não residentes. Para fins de tributação, é considerado um cidadão não-residente àquele que não mora nos EUA, não ficou no país durante um ano fiscal mais do que 31 dias, não residiu no país mais do que 183 dias no período de 2001 até 2003 ou que consegue provar que é contribuinte do país de origem e que possui uma relação mais próxima com este do que com os EUA. Um sujeito não cidadão não residente estará sujeito somente aos impostos sobre renda de fontes americanas.

Os investidores não residentes estrangeiros, desde que não possuam outras fontes de renda (isto é, desde que não participem de investimentos diretos no país, ou seja, não estejam ligados a negócios nos EUA) no país, estarão sujeitos a tributação americana para títulos públicos. Assim, sendo os títulos de dívida caracterizados como “*fixed or determinable annual or periodical income*” (pagamento de uma taxa definida de juros sobre o montante aplicado) , por apresentarem ágio em negociações (OID) ou ganhos de capitais, estes estarão sujeitos a um imposto de renda retido na fonte de 30% (podendo ser menor conforme Tratados Fiscais e tributação entre países) sobre a renda obtida. Este imposto é mais vantajoso em geral do que a tributação dos próprios residentes, mas sem dúvida varia de país para país a existência de deduções desta que de fato a esta se torne atrativa.

Assim, destacamos que os impostos sobre os títulos americanos são significativos na rentabilidade para os investidores não-residentes. Caso os órgãos responsáveis pela tributação dos países, cujos investidores são residentes, não permitam a dedução deste (como veremos grande parte dos países limitam esta dedução à taxa que o residente é tributado), certamente estes investidores considerarão a taxa de 30% para tal investimento elevada.

O último caso a ser analisado seria como investidores americanos pagam tributação sobre investimentos fora do país e se existe alguma dedução nos EUA a fim de evitar um caso de dupla tributação. Para tal, destacaremos a *Publication 54*, que é o Guia de taxas para cidadãos americanos e estrangeiros. Este tem entre outras atribuições, como o cidadão americano deve informar os investimentos feitos fora dos EUA, como este é tributado e caso existam deduções de impostos pagos sobre os mesmos. Em primeiro lugar, todos os ganhos atribuídos, para o devido preenchimento do Imposto de Renda, devem ser representados em dólares. Juros recebidos por títulos de dívida dos demais países são caracterizados como *Foreign Unearned Income*, isto é, renda que não foi obtida através de serviço prestado em outro país, mas sim de aplicações financeiras.

O cidadão americano pode deduzir os impostos pagos em outras localidades, reduzindo assim a renda tributável. No entanto, se as taxas forem muito altas e se a proporção de renda do exterior pela renda obtida nos EUA for baixa, uma taxa muito baixa de imposto a pagar pode acabar deduzindo desta vantagem o contribuinte. Ou seja, o crédito do pagamento de imposto fora dos EUA é limitado ao total de imposto de renda a pagar, proporcional ao saldo tributável fora do país, isto é a taxa que é paga de imposto de renda nos EUA (conforme especificado pelas faixas de renda) é utilizada como teto de pagamento de um investimento feito, por exemplo no Brasil. Como no Brasil o imposto de renda sobre títulos públicos é 20% e caso a faixa do investidor americano seja a de 25%, este terá deduzido do seu Imposto de Renda a contribuição efetuada no Brasil. Caso seja inferior, esta taxa determinará o teto de dedução. Caso os únicos rendimentos do exterior sejam passivos (dividendos, juros, royalties, etc.) não é imposto este limite. Logo, todos os pagamentos de imposto de renda de cidadãos americanos estão livres de qualquer tributação externa (dado que o IRS deduz este) desde que sejam efetuadas as devidas notificações de que estes impostos não foram deduzidos no estrangeiro e declarações que comprovem os investimentos e pagamentos de imposto.

Os EUA possuem Tratados Fiscais com diversos países. Através destes, cidadãos e residentes dos EUA que estão sujeitos a impostos nestes países têm certos direitos, tal qual crédito, deduções, exceções e reduções na tributação nestes países. Logo, todo imposto pago é fato gerador de um benefício. Para casos de investimentos financeiros, os juros que são

recebidos de títulos pertencentes aos países que fazem parte de um Tratado podem ser isentos de impostos no país de destino ou podem representar uma taxa menor. Dentre os países trabalhados, apenas o México e a Turquia participam de Tratados Fiscais com os EUA. Os Tratados Fiscais têm como principal interesse diminuir o abismo de informação existente entre os que têm envolvimento em ambos os países. Isto é, todos Tratados firmados prezam pela tentativa de diminuir a evasão fiscal e lavagem de dinheiro, evidenciando situações fiscais que envolvam ambas as partes. Além disso, tais Tratados determinam taxas de impostos mais vantajosas do que as geralmente praticadas. Nos casos relacionados, os investidores do México e Turquia que investirem em títulos de dívida do Governo Americano serão tributados a níveis de 15% em vez de 30%. O Chile está em processo de negociação de um Tratado com os EUA, ao passo que o Brasil possui a chamada Reciprocidade com os EUA (como veremos adiante). Mas, certamente, o título de Tratado tem maior relevância, sem contar que a reciprocidade não impõe qualquer vantagem tributária aos países envolvidos.

1.2.LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA DO BRASIL

A Secretaria da Receita Federal é o órgão brasileiro responsável pela arrecadação e fiscalização da legislação tributária. As formas de tributação dos títulos públicos são: o Imposto de Renda (IR), o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF). As aplicações em títulos e valores mobiliários de renda fixa estão sujeitas a uma alíquota de 20% sobre o rendimento do investimento (líquido de IOF), conforme estabelecido na Instrução Normativa SRF No 25/01.

As pessoas jurídicas responsáveis pela retenção em fonte à instituição financeira que efetuar o pagamento do crédito dos rendimentos ao beneficiário final. A CPMF foi criada em 1996, de forma provisória, e está vigente até hoje pela Lei No 9.311/96 como tributo sobre os lançamentos em débito em Conta-Corrente. Logo, para aplicações financeiras em geral, são feitos lançamentos em débito em conta-corrente e em crédito na conta-corrente investimento (novo formato vigente a partir de 1º de outubro de 2004, passagem obrigatória de todas as aplicações financeiras de renda fixa. Esta traz como benefício à cobrança de uma CPMF na

entrada de recursos na CCI e trânsito entre aplicações financeiras através desta livre deste tributo). Hoje, esta cobrança é variável com o montante, estabelecida em 0,38%.

O IOF foi instituído pelo Decreto No 2.219/97. Este, atualmente, com a alteração da Portaria 264/99, estabeleceu uma alíquota decrescente sobre aplicações de renda fixa, de forma a reter parte dos juros até se tornar zero ao final de 30 dias.

A princípio, conseguimos diferenciar a preocupação americana em cobrar mais dos mais ricos, enquanto que no Brasil o imposto sobre títulos e valores mobiliários não diferencia o investidor, mesmo que outras fontes de renda sejam separadas em três faixas, conforme a Tabela 2. Além disso, o fato da arrecadação ser na fonte representa uma maior preocupação

Tabela 2: Imposto de Renda no Brasil
Alíquotas do Imposto de Renda Retido na Fonte

Fonte: www.receita.fazenda.gov.br

Rendimentos do Trabalho

15% e 27,5% conforme tabela progressiva mensal abaixo reproduzida, para fatos geradores a partir de 01/01 do ano em questão.

BASE DE CÁLCULO MENSAL EM R\$	ALÍQUOTA	PARCELA A DEDUZIR DO IMPOSTO EM R\$
ATÉ R\$ 1.058,00	--	--
DE R\$ 1.058,01 ATÉ R\$ 2.115,00	15,0%	R\$ 158,70
ACIMA DE R\$ 2.115,00	27,5%	R\$ 423,08

Rendimentos de Capital

20% (renda fixa e renda variável)

Remessas ao Exterior

25% (rendimentos do trabalho, com ou sem vínculo empregatício, aposentadoria, pensão por morte ou invalidez e os da prestação de serviços, pagos, creditados, entregues, empregados ou remetidos a não-residentes) e 15% (demais rendimentos de fontes situadas no Brasil); e

Outros Rendimentos

30% (prêmios e sorteios em dinheiro), 20% (prêmios e sorteios sob a forma de bens e serviços), 1,5% (serviços de propaganda) e 1,5% (remuneração de serviços profissionais).

com o montante a ser arrecadado e periodicidade do recebimento .O Imposto de Renda para

demais investimentos (para fins de contexto), como em renda variável, sofre a mesma tributação, salvo a diferença que o recolhimento deve ser efetuado pelo investidor, dando à este a responsabilidade de calcular os diversos ganhos e perdas que foram obtidas pelas diversas negociações ao longo do ano.

Os investidores não residentes que tiverem interesse em adquirir títulos brasileiros sofrerão tributação de renda dentro das mesmas normas que é designado para os cidadãos brasileiros. Estes deverão contratar como intermediário um representante legal dentre as instituições autorizadas, que se tornará responsável pelas obrigações tributárias. A taxa do imposto de renda retido na fonte para aplicações em títulos e valores mobiliários é de 15%.

Caso o país de origem dos recursos não tribute a renda, ou o faça a taxas menores que 20% estarão sujeita à tributação por esta taxa, recebendo tratamento tributário semelhante ao dos residentes (a Receita divulga lista dos países que são tributados a esta taxa, principalmente os chamados paraísos fiscais). Além do IR, os investidores não residentes estão sujeitos a um IOF que atualmente é zero (mas pode variar em conformidade com o Ministério da Fazenda de 0% a 25%) e o ingresso dos recursos provenientes do exterior incide CPMF de 0,30% (o período anterior a 17 de junho de 2002, este imposto era de 0,38%). Uma vez internados os recursos, as movimentações do portfólio têm alíquota de zero.

Por último, trataremos de evidenciar como são tributadas as aplicações financeiras fora do Brasil pelos residentes brasileiros. Os rendimentos provenientes de aplicações financeiras em moeda estrangeira estão sujeitas ao tratamento de ganhos de capital para fins tributários. Assim, pelo art. 21o da Lei No 8.981/95 estes estão sujeitos à alíquota de 15%. Lembramos que é necessário proceder de forma a converter pela taxa de câmbio o ganho auferido. Pela definição de ganho de capital:

*“...o ganho de capital corresponde à diferença positiva, em dólares dos Estados Unidos da América, entre o valor de alienação, liquidação ou resgate e o custo de aquisição do bem ou direito ou o valor original da aplicação, convertido em reais mediante a utilização da cotação do dólar fixada para compra, pelo Banco Central do Brasil, para a data do recebimento.”*³

Tal operação pode ocorrer em pagamentos à vista, a prazo ou em prestações e deve ser declarado tal diferenciação.

Assim, calcula-se qual foi o ganho de capital em dólares, transforma pelo câmbio em reais, calcula-se o imposto de 15% que deverá ser pago como contribuição ao Imposto de Renda. O Imposto que é pago no país oriundo do investimento pode ser deduzido deste, desde que o Brasil tenha algum acordo, tratado ou convenção internacional ou naquele que haja reciprocidade da tributação ou Tratados Fiscais, desde que tal benefício fiscal já não tenha sido utilizado. O único país que o Brasil possui reciprocidade, dentre os pesquisados, são os EUA, mas México e Chile possuem Tratados Fiscais, que, por serem mais abrangentes, determinam tal dedução.

Recentemente, o Governo publicou duas Medidas Provisórias Nº 206 e Nº 209 na tentativa de incentivar aplicações financeiras tanto de renda fixa quanto renda variável de médio e longo prazo. Através de uma tributação decrescente conforme o período de permanência da aplicação (Tabela 3), o Governo pretende estimular o mercado de capitais e a formação de poupança de longo prazo no país, beneficiando principalmente, no caso dos títulos públicos, uma melhora de perfil da dívida pública, com o intuito de possibilitar um melhor gerenciamento de prazos e negociações de títulos com vencimentos maiores. Ao mesmo tempo, tais Medidas Provisórias estariam prejudicando os investidores que deterem uma aplicação por um período menor 6 meses (dado que para este prazo foi aumentado de 20% atuais para 22,5% sobre o rendimento). Esta nova tributação entra em vigor a partir de janeiro de 2005.

³ ver Perguntas e Respostas Residentes no Brasil Ausentes no Exterior

Tabela 3: Nova Tributação para Aplicações Financeiras no Brasil
Nova Estrutura de Tributação Sobre Renda Fixa

PRAZO	ATÉ 6 MESES	DE 6 A 12 MESES	DE 12 A 24 MESES	ACIMA DE 24 MESES
ALÍQUOTA IR	22,5%	20,0%	17,5%	15,0%

1.3.LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA DA TURQUIA

O responsável pela administração das leis sobre tributação, é o Ministério de Finanças, com atuação através de seu Conselho de Ministros. Os títulos públicos recebem um tratamento muito diferente do resto do mundo em quesito de tributação. Pelo Código de Imposto de Renda Individual (Estatuto 193) as aplicações financeiras em títulos de dívida pública, isto é, um cidadão que possuir algum tipo de título emitido pelo governo turco (incluindo *Treasury Bills*), emitidos após 1º de outubro de 1998, está sujeito a um imposto de zero sobre o rendimento. Ao mesmo tempo, outros investimentos como os depósitos em moeda corrente e/ou em moeda estrangeira sofrem tributação de 16,5% sobre os rendimentos e as taxas *repo* são de 15,4%. Tal situação impõe uma discussão de que como os títulos públicos fazem concorrência frente aos demais investimentos na Turquia, dado tal alíquota.

K. Azim Özdemir [2004], em trabalho que faz referência ao crescimento a saltos da dívida do país, evidenciou a recente crise bancária que o país enfrentou em 2001. Esta ocasionou na intervenção de quatro bancos privados, totalizando treze os bancos que o governo passou a possuir algum tipo de controle. Como consequência, lançou o equivalente a 13% do PIB em emissões de títulos referentes aos bancos privados para tentar conter maiores danos a economia. Se juntássemos aos 8% do PIB de emissões de bancos estatais, notaríamos que o avanço do estoque do endividamento foi significativo. Pela questão do crescimento da dívida pública deste país, poderíamos imaginar que tal país, através da cobrança de um imposto sobre a rentabilidade de seus títulos, estaria de certa forma diminuindo a penalidade que pagam e devido à intensa volatilidade que crises de liquidez proporcionam, teria no imposto sobre o rendimento um ganho.

Pela análise que será feita no próximo capítulo, estudaremos se de fato o valor do imposto está embutido no preço, isto é, dada à concorrência dos títulos de países emergentes se evidenciaremos que caso o país tributasse os títulos públicos se as taxas a serem pagas seriam maiores do que são. A Turquia, como já comentado, possui um Tratado para evitar a dupla tributação da Renda com os EUA. O Tratado estabelece que a tributação sobre juros no país que originou o investimento ocorre no país que alienou os investimentos. Contudo, este pode ser tributado em no máximo 15% no país que recebeu o investimento (caso de juros de títulos de dívida do Estado). Como a tributação dos títulos da dívida é livre de imposto, tal regra tornaria mais importante para o investimento de residentes na Turquia em títulos americanos do que o inverso.

O Departamento de Investimentos Estrangeiros do país, órgão responsável por este controle no país, possui regras bastante liberais quanto à atuação estrangeira no país. O investimento indireto, ou de portfólio, isto é, em papéis que remuneram dividendos, juros ou qualquer outra modalidade, não sofre qualquer restrição mais intensa. Não é necessária nenhuma permissão a não ser a atuação no mercado através de instituições financeiras devidas (bancos, corretoras). A transferência para o estrangeiro não está submetida a qualquer julgamento, desde que sejam feitas as devidas conversões e transferência para uma conta no exterior. A tributação de renda individual faz uma distinção entre cidadãos que estão legalmente requeridos a divulgar todos os ganhos obtidos por investimentos dentro e fora do país (“*full tax liability*”), ficando sujeito sobre a tributação sobre esta base e o caso dos investidores não-residentes (“*limited tax liability*”), que ficam pela taxaço somente do que foi rendimento dentro do país. Assim, pelo tratamento já convencionado, os investimentos feitos em títulos Soberanos não estão sujeitos à tributação também para os não-residentes.

Aplicações que forem feitas por investidores residentes no país em títulos estrangeiros estarão sujeitos ao imposto de renda para preenchimento anual, conforme Tabela 4. Este ainda terá crédito de imposto pago no estrangeiro, limitado ao máximo de tributação que, conforme a faixa de renda que pertencer. Estes valores serão trazidos à moeda nacional, conforme período do ingresso dos recursos. Da mesma forma que acontece com o investimento local, o

imposto zero, que é cobrado sobre os títulos públicos, compete de forma predatória com as altas taxas que os investidores estarão sujeitos (varia de 20%-40%).

Tabela 4: Imposto de Renda na Turquia

Fonte: www.ymm.net

A tarifa do imposto de renda segue a tabela a seguir.

RENDIMENTO TRIBUTÁVEL ANUAL EM MILHÕES	ALÍQUOTA %
0,00 – 2.500,00	20%
2.500,00 – 6.250,00	25%
6.250,00 – 12.500,00	30%
12.500,00 – 31.250,00	35%
31.250,00 – 62.500,00	40%
62.500,00 OU ACIMA	45%

1.4.LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA DO MÉXICO

O órgão responsável pela aplicação da legislação fiscal federal no México é o *Servicio de Administración Tributaria* (SAT), ligado a *Secretaría de Economía*. Este surgiu em 1997, desvinculando-se à *Secretaría de Hacienda y Crédito Público* obtendo caráter de autoridade fiscal sendo responsável pela determinação e arrecadação dos impostos. Sendo assim, a tributação dos títulos de dívidas do governo mexicano é de sua responsabilidade.

Os residentes estão sujeitos à cobrança do imposto de renda obtida dentro e fora do país. Os não residentes estarão sujeitos à cobrança de impostos somente sobre a renda obtida no México. O código de imposto federal do México determina, para fins de tributação, que um cidadão estrangeiro seja considerado residente caso este tenha estabelecido residência no país ou não tenha presença fora deste por mais do que 183 dias. Os rendimentos da dívida pública são caracterizados como juros, para efeito de Lei (art. 9º do Código de Lei do Imposto de Renda). Os juros dos títulos de dívida pública estão sujeitos a um imposto de 20%, retido na fonte. Assim, tal como no Brasil, a tributação sobre títulos é feita com taxa fixa ao montante do rendimento obtido com o investimento.

Os cidadãos estrangeiros são divididos entre residentes ou não residentes no país. Para tal discriminação, são consideradas as fontes de renda de cada cidadão, as questões de residência por tempo menor ou não há 183 dias, sede de operação, entre outros. Como estaríamos tratando de investidores estrangeiros com interesse de investir poupança em títulos públicos mexicanos, ou seja, sua fonte principal de renda não é do México (este não totaliza mais de 50% de sua renda), não apresentam domicílio do país ou têm em outro país seus deveres tributários. Estes estarão sujeitos aos impostos do país sempre que receberem receita através de determinados investimentos. Os títulos públicos são tributados em montante menor aos investidores residentes, a uma taxa de 10% sobre o rendimento, a ser retido pela pessoa que realiza os pagamentos e calcula os juros que o contribuinte obteve, isto é, os depositários de valores e títulos mobiliários, no momento de alienação (transferência) dos direitos ou no momento do vencimento e pagamento dos juros. Em casos de operações livres de pagamentos, a obrigação de efetuar a retenção será do intermediário.

Para investidores norte-americanos, brasileiros e chilenos, esta taxa torna-se de 4,9% em função do Tratado Fiscal celebrado entre estes dois países, a fim de evitar a dupla tributação e evasão fiscal. A Turquia não participa de um Tratado Fiscal bilateral com o México.

É necessário então contextualizar a forma como investidores mexicanos são tributados pela alocação de portfólio fora do país. A legislação de imposto de renda não faz qualquer menção direta a tal diferenciação, para fins tributários, do que é renda a partir de investimentos diretos do que é proveniente de investimentos em títulos públicos ou privados. Para tal, estes são tributados pelo formato de declaração anual, incluindo este como receita proveniente do estrangeiro, aplicando a taxa de imposto que condiz com sua situação fiscal à entrada de recursos. Os impostos pagos em respeito a estas aplicações fora do país são dedutíveis, limitados ao máximo da faixa de tributação ao qual o investidor mexicano está enquadrado, conforme artigos 6º e 10º da *Ley del Impuesto sobre la Renta*. A Tabela 5 demonstra as faixas de impostos anual.

Tabela 5: Imposto de Renda no México

A retenção será calculada aplicando à totalidade da renda obtida em um mês de calendário a seguinte:

LIMITE INFERIOR \$	LIMITE SUPERIOR \$	QUOTA FIXA \$	TAXA SOBRE O QUE EXCEDER O LIMITE INFERIOR %
0,01	429,44	0,00	3%
429,45	3.644,94	12,88	10%
3.644,95	6.405,65	334,43	17%
6.405,66	7.446,29	803,76	25%
7.446,30	Em diante	1.063,92	32%

1.5.LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA DO CHILE

O órgão responsável pela assistência ao contribuinte fiscal chileno é o *Servicio de Impuestos Internos* (SII). O Chile por possuir uma economia voltada para o Mercado Externo, possui um interesse grande em estabelecer transparência e estabilidade do sistema tributário. O país passou recentemente, em 2002, por uma Reforma Legal que removeu barreiras de cunho tributário que inibiam investidores estrangeiros. Dentre outras ações de importante repercussão, podemos destacar a isenção de imposto de renda para empresas estrangeiras que estabelecerem uma sociedade no país. Outras ações de extrema importância para o país foram às diversas negociações para evitar problemas de dupla tributação através de Tratados Fiscais com diversos países. Até então o país possui em vigência dez tratados, dentre estes, tratados com o Brasil e México, um acordo sendo formalizado (com a Rússia) e outros treze em processo de negociação (entre estes com os EUA). A instituição recentemente apresentou um conjunto de iniciativas de ajuda informacional para o cumprimento tributário dos cidadãos estrangeiros que terão à disposição sites de ajuda, centrais especializadas e assistência por telefone para dúvidas aos investidores estrangeiros.

A *Ley Sobre Impuesto a la Renta*, contida no art 1º do Decreto Lei No 824 (de 31 de dezembro de 1974, atualizada em 31 de março de 2004) evidencia a determinação dos impostos para as aplicações financeiras. O sistema tributário chileno está estabelecido de

forma a ter poucos impostos subdivididos entre: impostos de renda, impostos de vendas e serviços, impostos específicos (referente à tributação do tabaco, gasolina, entre outros) e outros impostos (sobre o comércio exterior, jogos de azar, selos e sobre heranças). Os residentes ou cidadãos com domicílio no Chile estão sujeitos ao imposto de renda provenientes de fontes dentro e fora do país, enquanto que os não-residentes estão sujeitos apenas aos provenientes de fontes chilenas.

O Imposto de Renda do país foi instituído de forma a tributar apenas indivíduos e as taxas pagas pela empresa são apenas em função da tributação de seu proprietário. A base de imposto da empresa será toda a receita obtida durante o ano legal e o proprietário da empresa somente pagará as taxas sobre os lucros transferidos para si. O Imposto de Renda se divide em três categorias: o Imposto de Primeira Categoria, o Imposto de Segunda Categoria e o Imposto Global Complementar (no caso dos não-residentes, este é substituído pelo Imposto Adicional).

O Imposto de Primeira Categoria é cobrado sobre os lucros das atividades comerciais. Este é cobrado sobre as rendas provenientes do capital e das empresas comerciais, industriais, mineradoras, entre outras. A renda sobre qual incide esta taxa é calculada por: toda renda obtida menos custos e despesas para obtenção desta renda 4. A taxa cobrada é de 17%. O Imposto de Segunda Categoria incide sobre o rendimento proveniente do trabalhador, como salários. Esta taxa varia conforme faixa de rendimentos do trabalhador, entre 0%-40%. A terceira forma de tributação de renda, o Imposto Global Complementar, incide de forma anual sobre o total de rendimentos tributáveis. Esta tabela, que determina as diversas faixas de tributação dos investidores residentes (Tabela 6) denotará então a tributação das aplicações financeiras efetuadas em moeda nacional, tal como os rendimentos de títulos emitidos pelo Banco Central do Chile. Por assim dizer, os títulos são isentos dos Impostos de Primeira e Segunda Categoria.

Os investidores não residentes estão sujeitos à tributação sobre rendimentos provenientes de fontes chilenas através do Imposto Adicional, isto é, os rendimentos obtidos durante o ano fiscal são tributáveis a uma taxa fixa de 35%. Esta taxa normalmente é retida na fonte do investimento. Caso o país possua algum tipo de reciprocidade ou Tratado Fiscal, esta taxa

Tabela 6: Imposto de Renda no Chile (2004)Fonte: www.sii.cl

A retenção será calculada aplicando à totalidade da renda obtida em um mês de calendário a seguinte:

RENDA TRIBUTÁVEL ANUAL		TAXA OU FATOR	VALOR A DESCONTAR
DESDE \$	ATÉ \$		
0,00	4.817.718,00	isento	0,00
4.817.718,01	10.706.040,00	0,05	240.885,90
10.706.040,01	17.843.400,00	0,10	776.187,90
17.843.400,01	24.980.760,00	0,15	1.668.357,90
24.980.760,01	32.118.120,00	0,25	4.166.433,90
32.118.120,01	42.824.160,00	0,32	6.414.702,30
42.824.160,01	53.530.200,00	0,37	8.555.910,30
53.530.200,01	Em diante	0,40	10.161.816,30
UNIDADE TRIBUTÁRIA	* MÊS DE DEZEMBRO DE 2003 = \$ 29.739		
	* ANUAL (12 X \$ 29.739) = \$ 356.868		

fica menor. Um cidadão é considerado não-residente se não se estabelecer por mais de seis meses no país durante um ano ou não ter domicílio no país se a sua principal fonte de renda não é proveniente do Chile. Para ter permissão do SII para investir no país é necessário ser registrado e identificado por um *Rol Unico Tributario* (RUT, identidade tributária). Países como Brasil e México, por possuírem Tratados Fiscais com o Chile, estão sujeitos a tributação de 15% ao invés dos 35% que os países que não possuem tratados com o Chile estão sujeitos.

Os investidores chilenos que ingressarem saldos no país de uma aplicação financeira feita fora do país estarão sujeitos a dedução pelo Imposto de Primeira Categoria (conforme art. 12º e Art. 14º da *Ley Sobre Impuesto a la Renta*). Assim, se caracterizando num ganho de capital (liquidação do título), este estará sujeito ao Imposto Global Complementar, como tributação para qualquer fonte de renda obtida pelo cidadão, seja esta nacional ou estrangeira, conforme Tabela 6. Assim, o investidor chileno que tome a decisão de investir em uma

aplicação financeira fora do país toma consciência que a limitação para dedução de tributação deste fora do país se limitará a 17%.

No caso de países que possuam Tratados Fiscais, esta porcentagem pode chegar ao máximo de 30%. Para tal, ambos os valores serão convertidos a moeda nacional segundo câmbio estabelecido pelo Banco Central do Chile. Tal crédito só será concedido caso um documento obtido no país de origem comprove pagamento de imposto e este já não tenha sido compensado no exterior.

2.ALOCAÇÃO DE PORTFOLIO LIVRE DE IMPOSTO DE RENDA

A análise de como EUA, Brasil, Turquia, México e Chile tributam os títulos públicos trazem a tona algumas questões que são importantes destacarmos. Primeiro, identificamos que a dedução do imposto pago no país de destino da aplicação financeira pela instituição tributária do país de origem é uma constante dentre os países trabalhados. Podemos verificar que de um lado comprova o interesse do país em que ingressos sejam feitos por residentes que tenham aplicações fora do país. Por outro, notamos a preocupação que existe, em todos os países em tentar diminuir a ocorrência de dupla tributação e evasão fiscal. Na maioria dos Tratados Fiscais, os benefícios tributários (imposto no destino do investimento menor do que o cobrado, no caso claro das aplicações financeiras) são uma tentativa de influenciar o trânsito livre, mas sob controle fiscal dos capitais especulativos (sem contar as demais preocupações como, por exemplo, os tributos sobre importações e exportações, demais interesses que os Tratados procuram centralizar).

O limite de dedução (crédito de imposto estrangeiro) variou muito de país para país. Nos EUA, Turquia e México leva-se em conta principalmente o limite de total de imposto de renda a pagar, isto é, o crédito de impostos a deduzir não pode ser superior à faixa de IR do cidadão americano (conforme Tabelas 1,4 e 5 respectivamente). No Brasil a dedução só é permitida para países que possuam algum tipo de reciprocidade ou Tratado com o Brasil e limitado ao teto de 15%. Finalmente, no Chile a dedução é limitada à taxa de 17%, isto é, os cidadãos chilenos que participarem das faixas mais elevadas de renda provavelmente pagarão um imposto mais elevado que o habitual, dado que, para países que tributam acima deste nível, eles não terão direito ao crédito de imposto pago no estrangeiro e ainda terão que pagar uma tarifa conforme faixa de renda.

Em princípio, os impostos cobrados nos países de destino da aplicação não provocam qualquer incentivo para um investidor de outro país da amostra, dado que a esta renda atribui-se uma possibilidade de dedução do imposto pago no exterior e pagamento de imposto designado para cada país. Este será extremamente relevantes no caso de investidores localizados nos chamados paraísos fiscais, países que não praticam a tributação de renda e que

por tais benefícios muitos são os bancos e investidores que admitem residência nestes. Estaremos evidenciando um comparativo destacando como o peso dos impostos para estes países afeta a determinação de investimento.

É interessante notar as diversas formas, em certos casos semelhanças, em tributar as rendas provenientes de aplicações em títulos de dívida pública. Em países como os EUA e Chile estes tributam tais aplicações juntamente com a renda, subdividindo-a por faixas. Por assim dizer, estaria promovendo uma melhor distribuição de renda, dado que os cidadãos com melhores condições pagariam maiores taxas sobre estas aplicações.

No Brasil e México, países que não tributam conforme faixa de renda, mas o fazem à uma taxa proporcional, têm por interesse estimular a formação de poupança no país fazendo a taxas menores que os tetos de Imposto de Renda (27,5% e 32%, respectivamente). No Brasil, a partir de janeiro de 2005, com a nova tributação vigente conforme prazo da aplicação no título, o governo incentivará de fato a formulação de uma poupança de longo prazo, procurando facilitar a rolagem de dívida e o aumento tanto do prazo médio quanto da *duration* dos papéis.

Assim, a Tabela 7 resume as principais informações necessárias para estabelecermos um comparativo de taxas de juros líquidas de imposto de renda. A fim de contextualizarmos uma decisão de alocação de portfólio para um investidor residente em um paraíso fiscal, estabeleceremos a decomposição das taxas de juros domésticas, pela tributação, expectativas de desvalorização do câmbio, assim chegando a um spread sobre os juros americanos de um ano. Para analisarmos como esta escolha pode ser feita, deveremos considerar que este deve ser indiferente entre fazer uma alocação em um título público de um país em questão ou fazer uma aplicação em títulos livres de risco, tal como aplicando em um título americano. Com intuito de estabelecer um comparativo entre taxas de juros praticadas por estes países, efetuaremos a decomposição de juros para cada país, baseando-se necessariamente na

Tabela 7: Resumo – Impostos Sobre Títulos Públicos

PAÍS	TAXA RESIDENTE %	TAXA NÃO RESIDENTE %	PRATICA ALGUM FORMATO DE DEDUÇÃO DE IMPOSTO ESTRANGEIRO
EUA	TABELA 1	30%	✓
Brasil	20%	15%-20% *	✓
Turquia	0%	0%	✓
México	20%	10%	✓
Chile	TABELA 6	35%	✓

* Países que tributam a renda a taxas menores que 20%.

Paridade Coberta das Taxas de Juros, dado por:

$$i_t = i^*_t + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \quad (1)$$

isto é, a condição para que um investidor faça aplicações em títulos públicos de um outro país parte do pressuposto que esta taxa de juros nacional i^* mais a depreciação esperada da moeda deste país seja no mínimo igual a taxa de juros do país praticada pelo país estrangeiro, i_t .

A introdução do fator tributação trará a diferenciação quando à decomposição das taxas de juros. Diminuiremos desta a tributação que ocorre para investidores não-residentes. Com isso, nossa intenção é demonstrar que esta deve ser considerada em uma decisão de alocação de portfólio. Como estaremos trabalhando para períodos entre os anos de 2000 até meados de 2004, cabe utilizarmos a depreciação efetiva realizada para períodos esperados de um ano. Para tal, a fórmula que baseará as decomposições dos países trabalhados será;

$$(i_t - T_t) = (i^*_t - T^*_t) + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \quad (2)$$

O Gráfico 1 representa a decomposição das taxas de juros para o Brasil, após o ano de 2000. Vemos que, na média, o spread além dos juros norte-americanos bruto, isto é, sem utilizar a tributação tanto da tributação de 20% sobre as aplicações nos títulos brasileiros e a

tributação de 30% sobre as aplicações em papéis americanos, representando uma aplicação livre de risco, é 2,36% maior do que quando consideramos tais impostos. Em outras palavras, quando consideramos o imposto nesta alocação, a rentabilidade média desta aplicação é diminuída em 2,36%.

No Gráfico 2 é feita a mesma decomposição para investimentos nas taxas de juros básicas da economia mexicana. O resultado neste caso é uma diferença de taxas que aumenta o retorno em 0,05% na média quando consideramos a tributação no investimento. Aqui, destacamos que as expectativas de desvalorização de um ano é um componente principal das decomposições e influencia de forma relevante a comparação entre os países. Ao travar esta variável no momento da aplicação, o investidor aqui está abrindo mão de maiores oscilações que as taxas de câmbio podem impactar na rentabilidade das aplicações e muitas vezes a custos elevadíssimos de perda de rentabilidade. O quão melhor as condições dos Mercados Financeiros nacionais de oferecer derivativos que façam esta trava a custos menores (isto é, sem impactar profundamente na perda de rentabilidade), melhor seriam as condições de aplicações em títulos de dívida nacionais. A comparação dos chamados *forward premium* são apresentados no Gráfico 5. A volatilidade do *forward premium* representa um elemento determinante da decisão de investimento e nem tentativas tributárias como da Turquia podem diminuir tais expectativas.

Para a mesma avaliação de alocação em títulos chilenos, a diferença entre análises considerando a tributação de ambos os países envolvidos e não fazendo tal nota, diminui em 0,56% a rentabilidade, conforme Gráfico 3. A Turquia, como já evidenciado não tributa tais aplicações, logo não apresenta tal diferença. Esta decomposição está apresentado no Gráfico 4. Estes dados estão apresentados na Tabela 8. Todos os países apresentaram significância estatística em nível de 99%.

TABELA 8: resumo das decomposições de taxas de juros

País	Regime Monetário	Período e números de observações	média do spread acima do Treasury Líquido de IR (1) [desvio padrão]	média do spread acima do Treasury bruto de IR (2) [desvio padrão]	(2) - (1)
BRASIL	Metas de inflação	3/1/00 - 17/11/04 1.225 observações	-0,6184% [2,7298%]	1,7231% [3,14291%]	2,3560%
MÉXICO	Metas de agregado monetário	14/02/00 - 17/11/04 1.131 observações	-1,5656% [1,0854%]	-1,6123% [1,1552%]	-0,0474%
CHILE	Metas de inflação	12/08/01 - 17/11/04 761 observações	-1,0095% [0,8296%]	-0,4605% [0,69027%]	0,5546%
TURQUIA	Metas de agregado monetário	3/1/00 - 17/11/04 1.153 observações	4,7831% [10,8504%]	4,7831% [10,8504%]	0,0000%

Logo, analisando a média das taxas geradas pela diferenciação da aplicação em um título interno do Brasil, México, Turquia e Chile, retirando deste as expectativas de desvalorização da moeda para o mesmo período e a tributação, sobre a aplicação em um título público de dívida americana também de um ano (as *Treasuries Bills*), e comparando este spread com o mesmo sem levar em consideração a tributação, poderemos comprovar a importância dos impostos sobre a determinação de alocação de carteira dado por àquele que seguir a risca a teoria de que um investidor ao alocar recursos fora do país está querendo obter no mínimo um retorno igual caso aplicasse recursos em um título no seu país.

Mas qual seria então sua decisão de alocação? Como acima estamos trabalhando com períodos distintos não podemos fazer esta comparação. Com a consolidação de um período semelhante para todos os países, inclusive os EUA, faremos um comparativo em caso o investidor localizado em um paraíso fiscal se utilizasse de técnicas de análise de mercado de duas maneiras: considerando a tributação para tais aplicações e não levando esta em consideração este. Para Brasil, Chile, México e Turquia as taxas de juros estarão descontadas a expectativa de desvalorização cambial. Será determinado um Índice de Sharpe, isto é, a decisão de alocação em cada país dependerá também da volatilidade apresentada pelas taxas de juros. A ordenação de preferência do investidor se dará pela ordem decrescente de Índice de Sharpe.

O Gráfico 6 representa tais taxas brutas de imposto, enquanto que o Gráfico 7 estão apresentadas estas líquidas de imposto. Podemos ver claramente o impacto da tributação na alocação de portfólio. Caso não considerássemos a tributação a ordem de escolha pelo rendimento médio obtido durante o período analisado (agosto de 2001 até novembro de 2004), nossa ordem de decisão de alocação por maiores rentabilidades, seria: em primeiro lugar os Estados Unidos, seguido por Chile, Brasil, Turquia e México. Quando consideramos que sobre as rentabilidades destes títulos incide imposto de renda (somente na aplicação de títulos públicos, a trava de expectativa de desvalorização cambial não é tributada) a ordem se altera para: em primeiro lugar Estados Unidos, seguido por Turquia, Chile, Brasil e México. Tais informações estão resumidas na Tabela 9.

TABELA 9: Análise de Portfólio

País	Período e números de observações	média de rentabilidade líquido de IR (1)	média de rentabilidade bruta de IR (2)	Índice de Sharpe		Ordem de Alocação	
		[desvio padrão]	[desvio padrão]	líquido de IR	bruto de IR	líquido de IR	bruto de IR
BRASIL	13/08/01 - 17/11/04 820 observações	0,5602% [2,9669%]	4,0070% [3,3829%]	0,1888	1,1845	4o lugar	3o lugar
MÉXICO	13/08/01 - 17/11/04 820 observações	-0,4823% [0,8981%]	0,1618% [0,9255%]	(0,5370)	0,1748	5o lugar	5o lugar
CHILE	13/08/01 - 17/11/04 820 observações	0,3544% [0,7658%]	1,5292% [0,81939%]	0,4627	1,8662	3o lugar	2o lugar
TURQUIA	13/08/01 - 17/11/04 820 observações	3,1566% [5,2379%]	3,1566% [5,2379%]	0,6026	0,6026	2o lugar	4o lugar
EUA	13/08/01 - 17/11/04 820 observações	1,3610% [0,42117%]	1,9443% [0,6017%]	3,2315	3,2315	1o lugar	1o lugar

Assim, concluímos que o conhecimento da tributação de cada país é fator inerente para uma alocação de recursos ótima. Um investidor localizado em um paraíso fiscal deve então estudar esta antes mesmo de decidir quais os países potenciais para alocação. No comparativo se utilizando do Índice de Sharpe, foi de extrema importância para o investidor visualizar as taxas de juros líquidas e não brutas para a decisão de investimento.

3.COMPARATIVO ENTRE TÍTULOS DE DÍVIDA INTERNA E EXTERNA (CASO BRASILEIRO)

Neste capítulo será analisado o impacto da tributação na concorrência que existe entre títulos de dívida de um país que são negociados internamente com os títulos de dívida externa que são negociados principalmente no Mercado Norte-Americano. Com isso, estaremos analisando, se utilizando da equação (2), a decisão de um investidor que se localiza em um paraíso fiscal em aplicar recursos dentro de um país, incorrendo em risco cambial principalmente, ou comprar um *Bradie ou Global Bond* deste país.

Para tal, nos concentraremos em analisar o caso brasileiro, isto é, qual será a decisão de um investidor maximizador de rentabilidade fazer uma alocação dentro do país ou comprar um papel de dívida externa. No caso, estaremos comparando então a rentabilidade do C-Bond, o título de dívida externa mais líquida negociado internacionalmente, com a rentabilidade das taxas de juros básica brasileira, a SELIC. A Tabela 7 apresenta os níveis tributários que esta decisão deverá ser tomada; caso compre um papel de dívida externa tal como o C-Bond, estará sendo tributado pela Legislação Tributária dos EUA, isto é, a taxa de 30%. Caso invista diretamente no Brasil, estará sendo tributado, segundo a Receita Federal Brasileira, pela taxa de 20%.

O Gráfico 8 apresenta esta comparação. As rentabilidades se diferem em grande escala. Enquanto a média de retorno para o período apresentado do C-Bond foi de 9,21% a.a. o retorno apresentado pela SELIC foi 1,66%. Além disso, o retorno sobre o C-Bond foi acompanhado de menor volatilidade do que com a aplicação em títulos internos. Tal resultado não determina a influência direta do imposto de renda na alocação do investidor em escolher alocar em títulos de dívida externa ao invés de alocar em títulos de dívida nacionais. Existem outras razões pelas quais os resultados não são robustos. Destacamos principalmente a diferença de maturidade dos papéis, de prazo médio, da estrutura de pagamento dos títulos (o C-Bond paga amortização). Ainda, a expectativa de desvalorização cambial utilizada de um ano, da mesma forma que as taxas de juros básicas com um título de duração muito mais longo, tornam os títulos incomparáveis. Os dados estão resumidos na Tabela 10;

TABELA 10: títulos internos X títulos externos

País	Período e números de observações	alocação em C-Bond	alocação em SELIC	Índice de Sharpe	
		líquido de IR (1) [desvio padrão]	bruta de IR (2) [desvio padrão]	C-Bond	SELIC
BRASIL	03/01/00 - 17/11/04 1.225 observações	9,2103% [2,5354%]	1,6575% [3,12889%]	3,6327	0,5297

Resumindo, não podemos concluir qual título apresenta vantagem na alocação do investidor que considera a tributação na análise de alocação de portfólio. Muitas são as razões que tornam tal comparação ineficiente para determinarmos vantagens e desvantagens nestas alocações. Em princípio, poderíamos evidenciar que de fato deve existir uma diferença em função do risco de conversibilidade cambial para os papéis de títulos de dívida interna, mas não estaria esta sendo representada pela diferença de taxas encontradas.

O Tesouro Nacional lançou recentemente títulos da série NTN-A que estariam sendo utilizados para recompra de papéis da dívida externa e lançamento dentro do país, isto é, estes estariam sendo lançados de forma a nacionalizar os papéis que são ofertados no estrangeiro. Um comparativo entre estes papéis com os C-Bonds poderiam gerar resultados mais satisfatórios quanto a influência da tributação, mas não seria possível tal ação, devido a falta de um histórico em função destes serem muito recentes.

CONCLUSÃO

A análise da legislação tributária dos países possibilitou melhores entendimentos quanto ao efeito da tributação e importância desta quando um investidor analisa diversos outros mercados para investimento. Como foi explicitada, a maioria dos países deduzem os impostos pagos por investimentos fora do país a níveis máximos da tributação que o cidadão incorreria caso aplicasse em papéis internos. Para tal, estes cidadãos não se preocupariam na tributação para investimentos *off-shore* como fator decisivo de investimento. A rentabilidade diferenciada líquida do *forward premium* poderá ser suficiente para tomar sua decisão.

A tributação sobre os títulos públicos impacta na decisão de alocação dos investidores que tem domicílio nos paraísos fiscais. Para tal, conhecer a tributação para os cidadãos não residentes se torna fato inerente para a decisão de alocação de recursos em títulos de dívida nacional. O *forward premium* ainda representa o maior impedimento para tais investidores aplicarem nos países pois em muitas vezes compromete a rentabilidade diferenciada da alocação. Como podemos ver, caso desconsiderássemos o imposto para os cidadãos não residentes para cada país a decisão tomado pela análise do Índice de Sharpe, isto é, quanto maior a rentabilidade com o menor retorno, seria incorreta.

BIBLIOGRAFIA

Garcia, Márcio G.P. “Vulnerabilidade Externa e as crises do Plano Real sobre taxas flutuantes: como escapar da armadilha dos juros reais muito elevados”, PUC-RIO, maio, 2004, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia>

_____ ; Alexandre Lowenkron “Cousin Risks: The Extent and the Causes of Positive Correlation between Country and Currency Risks”, PUC-RIO, 2 de abril de 2004, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia>

Özdemir, K. Azim “Public Debt in Turkey” junho 2004 Research Paper No: 04/11 The Central Bank of the Republic of Turkey, disponível em <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/eng/index.html>

Publication 550 “Investment Income and Expenses” Department of the Treasury Internal Revenue Service disponível em <http://www.irs.gov/pub/irs-pdf/p550.pdf> Acesso em 28 set. 2004

Publication 519 “U.S. Tax Guide for Aliens” Department of the Treasury Internal Revenue Service disponível em <http://www.irs.gov/pub/irs-pdf/p519.pdf> Acesso 28 set. 2004

Publication 54 “ Tax Guide for U.S. citizens and residents aliens abroad” Department of the Treasury Internal Revenue Service disponível em <http://www.irs.gov/pub/irs-pdf/p54.pdf> Acesso em 29 set. 2004

Publication 544 “ Sales and Other Dispositions of Assets” ” Department of the Treasury Internal Revenue Service disponível em <http://www.irs.gov/pub/irs-pdf/p544.pdf> Acesso em 28 set. 2004

Publication 515 “Withholding of Tax on Nonresident Aliens and Foreign Entitties” Department of the Treasury Internal Revenue Service disponível em <http://www.irs.gov/publications/p515/ar02.html> Acesso em 5 out. 2004

“U.S. Taxation of Passive Investments of the foreign individual investor” Spring 2000 newsletter, disponível em www.procopio.com

U.S. Tax Treaties disponível em <http://www.irs.gov/publications/p901/ar02.html> Acesso em 4 out 2004

Instrução Normativa SRF 161 e 164 de 1999 <http://www.tesourodireto.com.br> Acesso em 28 set 2004

Lei 9.311/96 de 27 de janeiro de 2000 Altera a legislação tributária e dá outras providências disponível em

http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro_direto/legislacao/download/LEI9959.pdf

Acesso: 6 out. 2004

Perguntas e Respostas- Residentes do Brasil Ausentes no Exterior, Receita Federal Brasileira, disponível em <http://www.receita.federal.gov.br>

Informe Dívida “Implementação da Tributação Decrescente para Aplicações Financeiras” Agosto 2004 disponível em <http://www.tesourodireto.com.br>

Decreto No 2.219/97 disponível em

http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro_direto/legislacao/download/DECRETO2219.pdf

Guia Prático para Investidores Estrangeiros de Portfolio, BOVESPA, disponível em

http://www.bovespa.com.br/publ_gra.htm#as5 Acesso em 10 out 2004

Estatuto 193 disponível em http://www.ymm.net/TaxGuide/taxation_in_turkey.htm

Acesso em 10 out 2004

Taxation Agreement with Turkey disponível em <http://www.irs.gov/pub/irs-trty/turkey.pdf>

Acesso em 28 set 2004

“Reglamenta de la ley del impuesto sobre la renta” Servicio de Administración Tributaria, disponível em www.sat.mx Acesso 10 out 2004

“Código Fiscal de la Federación” disponível em www.sat.mx

Ley Sobre Impuesto A La Renta - Contenida En El Artículo 1º Del Decreto Ley N°

824.(Publicado en el Diario Oficial de 31 de diciembre de 1974

y actualizado al 31 de marzo de 2004) disponível em www.sii.cl Acesso 15 out 2004

“Facilitando El Cumplimiento Tributario” Servicio de Impuestos Internos, Taxpayer Assistance Service, disponível em www.sii.cl portal para investidores estrangeiros

“Renta – Actual Ley Sobre Impuesto A LA – Art 59º”

Base de Dados das planilhas: Bloomberg e Banco Central do Brasil

Gráfico 1: Decomposição das taxas de juros do BRASIL

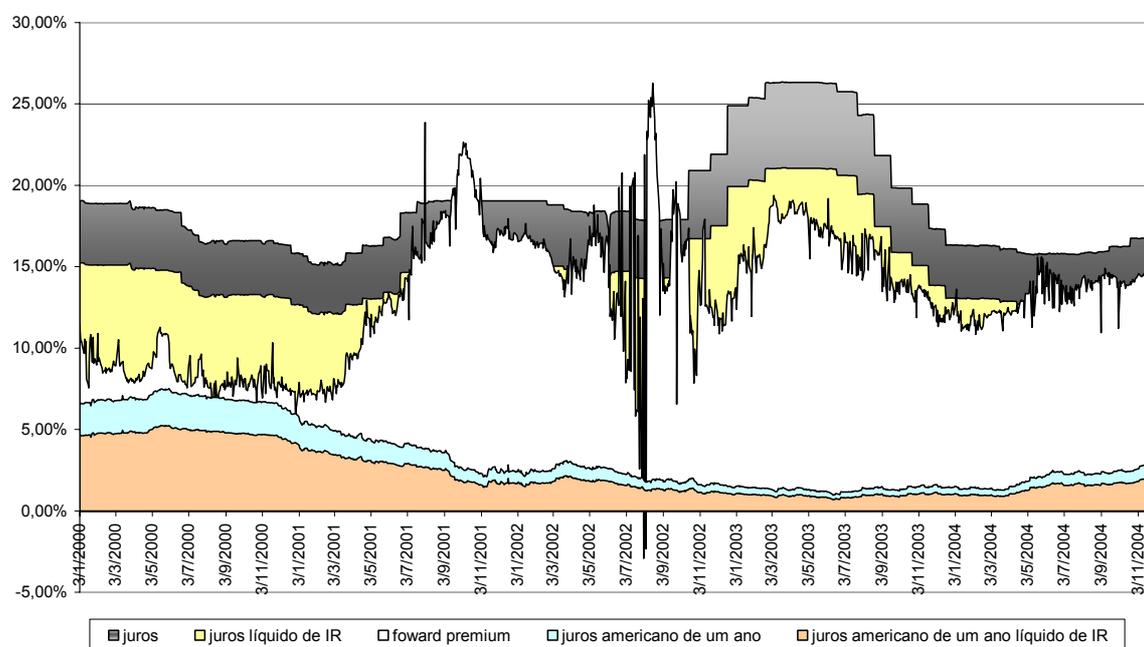


Gráfico 2: Decomposição das taxas de juros do MÉXICO

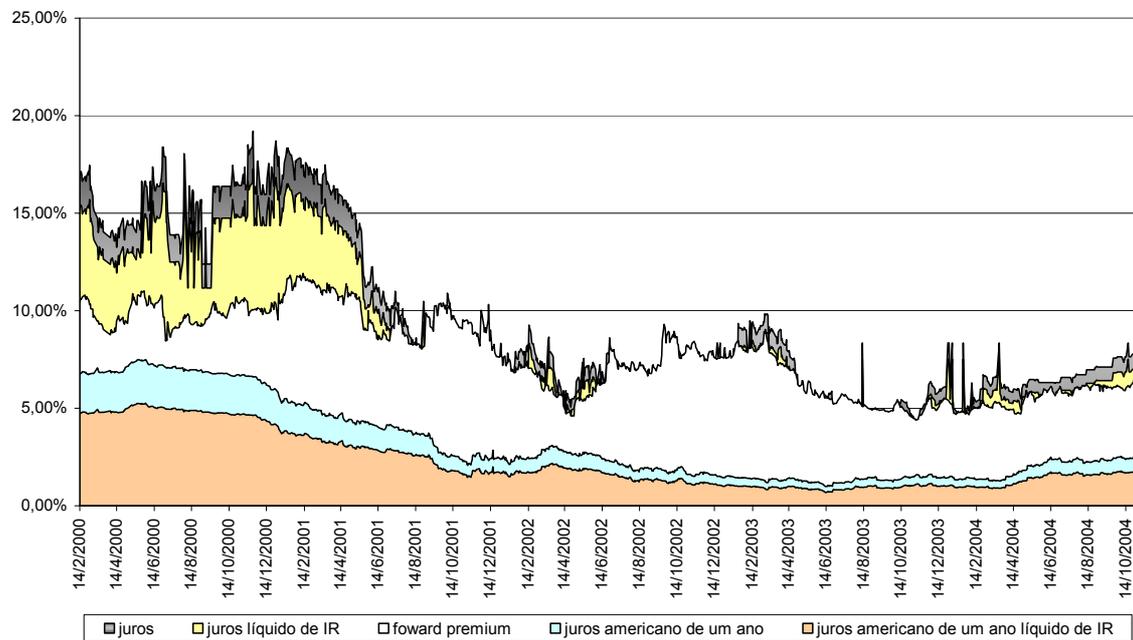


Gráfico 3: Decomposição das taxas de juros do CHILE

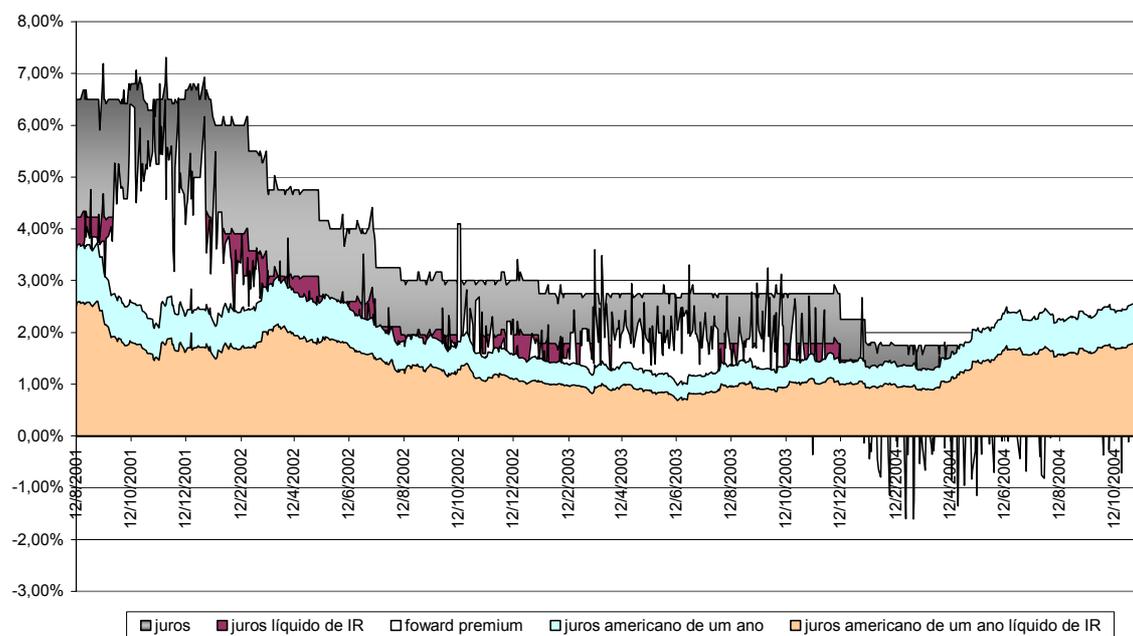


Gráfico 4: Decomposição das taxas de juros da TURQUIA

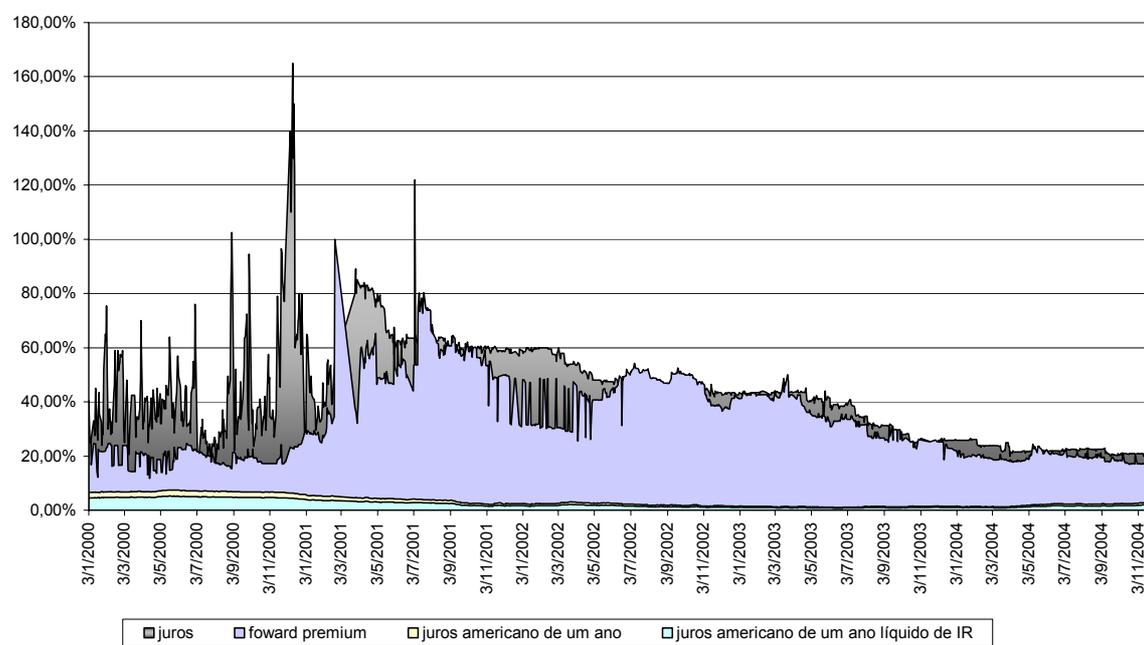


Gráfico 5: volatilidade do foward premium

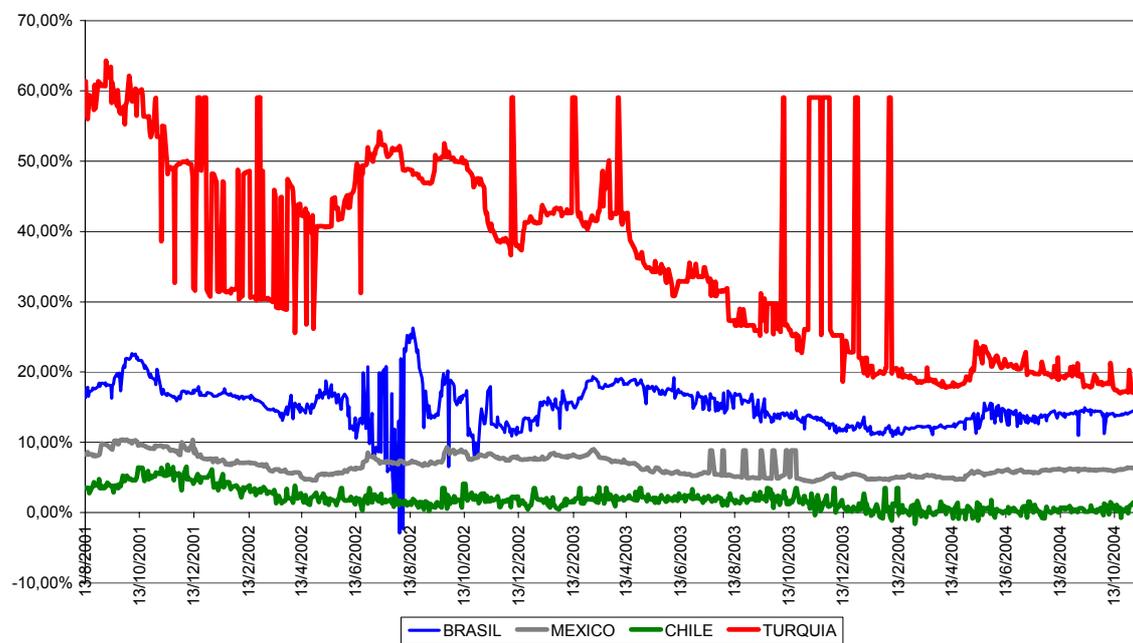


Gráfico 6: Taxas de juros brutas de Imposto de Renda

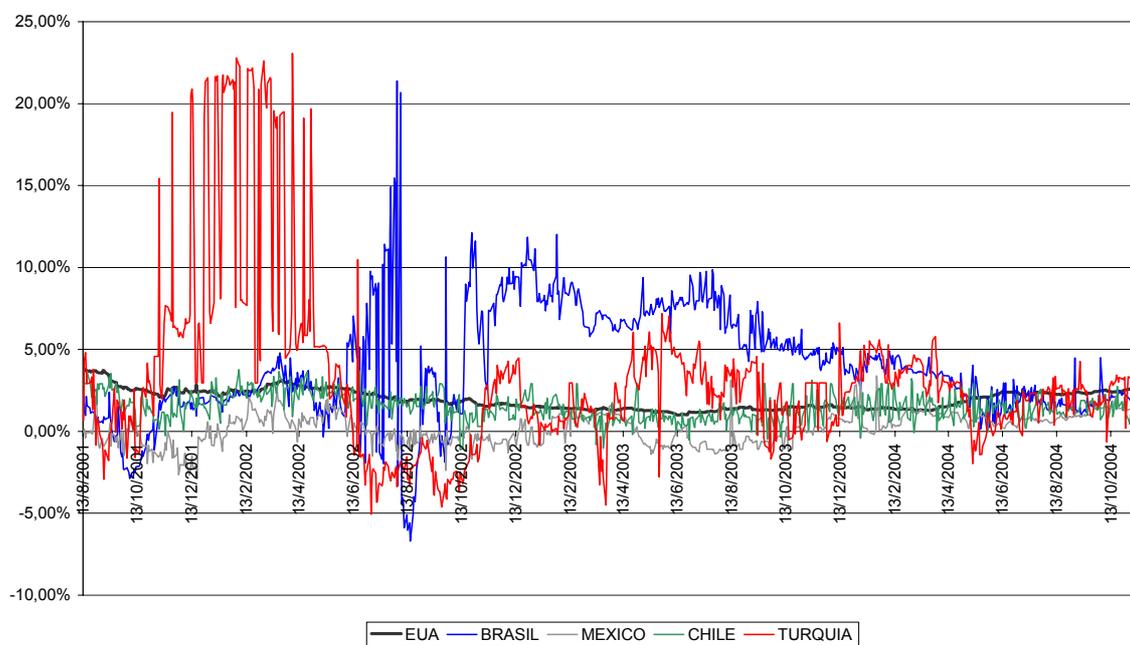


Gráfico 7: taxas de juros líquidas de Imposto de Renda

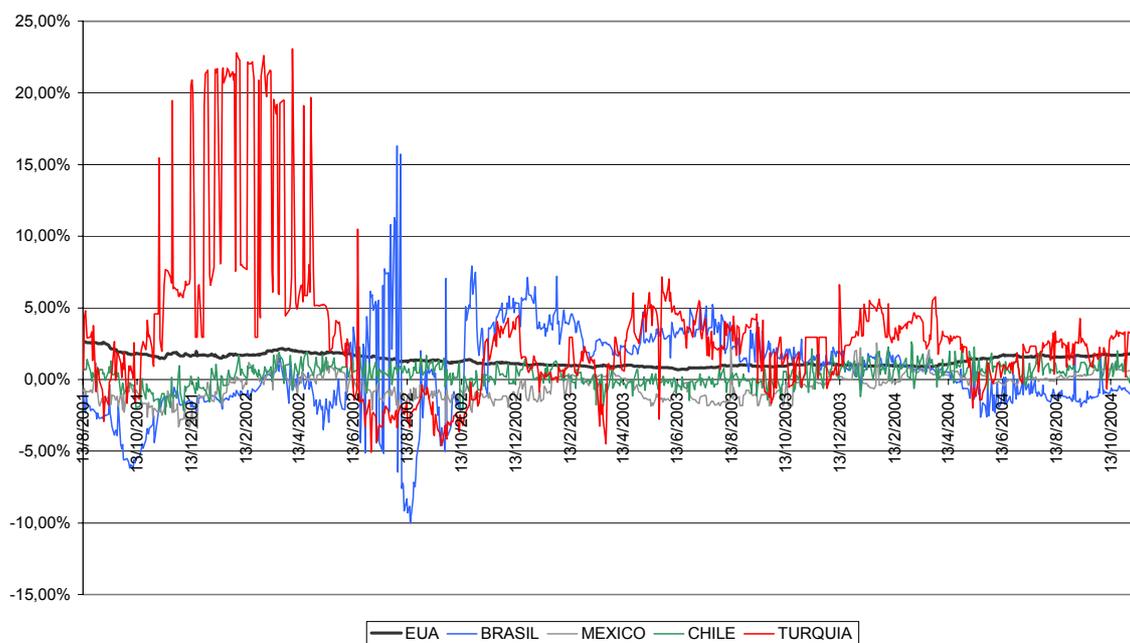


Gráfico 8: C-Bond líquido de IR X SELIC líquida de IR

