



Instituto Superior de Economia e Gestão

A DEFINIÇÃO DO REGIME TRIBUTÁRIO DAS MAIS-VALIAS: ALGUMAS QUESTÕES A PONDERAR (*)

António Martins

Professor Auxiliar da Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra,
Centro de Investigação

Resumo

As características particulares das mais-valias enquanto categoria de rendimento sujeitam a sua imposição fiscal a certas condicionantes que se analisam neste artigo. De entre elas, os efeitos de concentração e imobilização e a influência da inflação constituem aspectos de extrema importância no estudo da tributação dos ganhos de capital.

A questão da tributação das mais-valias tem sido marcada por uma forte controvérsia acerca dos potenciais benefícios da redução da respectiva taxa. Para os proponentes desta medida, verificar-se-ia um aumento dos investimentos; defendendo ainda que a diminuição da carga fiscal das mais-valias teria consequências benéficas sobre as receitas fiscais, ao provocar um acréscimo de realizações.

A reforma americana de 1986 tem servido como caso de estudo privilegiado desses efeitos, tudo levando a crer que, se é certo que as alterações no enquadramento fiscal das mais-valias afectam as estratégias dos investidores, não se pode quantificar com segurança qual a exacta dimensão do efeito da variação da taxa na alteração das receitas fiscais.

1. Introdução

A tributação das mais-valias constitui uma área muito sensível na definição dos regimes de tributação do rendimento pessoal dos países desenvolvidos. Nestes países vigora geralmente o princípio da tributação unitária e progressiva do rendimento, embora tal princípio não seja normalmente aplicado na sua forma pura. Com efeito, a aplicação deste princípio exigiria, entre outras coisas, a sujeição às taxas progressivas do imposto de todo o tipo de rendimentos auferidos — v. g., rendimentos do trabalho, do comércio e indústria, do capital, da propriedade imobiliária, mais-valias e outros.

(*) Este artigo resulta da adaptação de um capítulo da dissertação de doutoramento intitulada «A fiscalidade e o financiamento das empresas» apresentada pelo autor na Universidade de Coimbra em Fevereiro de 1999. Agradeço os comentários de um revisor anónimo. Quaisquer erros que ainda permaneçam são, obviamente, da minha responsabilidade.

Ora, em muitos casos, o peso de outras condicionantes resulta na definição de esquemas tributários particulares para certas categorias de rendimentos, sendo as mais-valias muitas vezes gravadas por esquemas específicos de tributação.

De entre as referidas condicionantes, uma das primeiras questões a que se deve atender é o efeito de concentração que poderá resultar da tributação das mais-valias de acordo com o princípio da progressividade. A concentração destes rendimentos, por natureza inesperados, num dado período, pode resultar numa sobretributação relativamente ao mesmo montante de rendimento recebido regularmente.

Saliente-se, também, que a adopção do princípio de tributar as mais-valias realizadas e não os ganhos meramente verificados pode provocar um incentivo à manutenção dos bens em carteira, adiando a respectiva tributação; não esquecendo ainda a sempre polémica questão da influência da tributação das mais-valias na propensão ao investimento, principalmente aos investimentos de elevado risco que proporcionam a maior parte dos seus ganhos sob a forma de mais-valias¹.

O objectivo do presente artigo é o de discutir alguns princípios a observar na definição do regime tributário das mais-valias, os quais decorrem, em boa medida, dos problemas atrás mencionados.

O artigo encontra-se organizado como se descreve: na secção 2 abordam-se alguns aspectos que influenciam a escolha do regime tributário das mais-valias — efeitos de concentração e imobilização, tributação da mais-valias e inflação —; na secção 3 descrevem-se os resultados de estudos sobre o comportamento dos contribuintes em resultado de alterações importantes no enquadramento tributário destes ganhos; na secção 4 conclui-se.

¹ A respeito dos diversos tipos de mais-valias, Sanches (1994) estabelece uma distinção que nos parece interessante. Assim, para este autor, existem três tipos de mais-valias:

- a) As mais-valias como ganhos inesperados (*windfall gains*). Estes acréscimos patrimoniais «preenchem integralmente o conceito nuclear de mais-valia», pois resultam de factores totalmente alheios à acção do seu titular.
- b) As mais-valias resultantes da organização empresarial.

Esta forma de mais-valias deriva do diferencial entre o valor de balanço do património líquido de uma sociedade e o seu valor de alienação. O diferencial resulta do valor actual dos lucros esperados, os quais se fundamentam no prestígio da empresa, na fidelidade da sua clientela, do domínio da tecnologia de produção ou de outros factores que contribuam para gerar sobrelucros.

Sanches distingue os tipos de mais-valias a) e b) de um terceiro tipo de mais-valias, as quais resultam do aumento do valor do património líquido em virtude da retenção de lucros de exercícios findos. Para o autor, este último tipo de acréscimo patrimonial mais não é do que a transformação de um rendimento de capital numa mais-valia.

2. Aspectos relacionados com a especificidade da tributação das mais-valias

2.1. O efeito de concentração

Num sistema de imposto pessoal de rendimento baseado no princípio da progressividade, a concentração das mais-valias num determinado período pode originar uma tributação superior àquela que ocorreria se o mesmo montante de rendimento tivesse sido auferido regularmente. Nisto consiste o efeito de concentração. A extensão do efeito depende portanto da frequência de realização esporádica de mais-valias, do respectivo montante e do grau de progressividade do imposto pessoal.

Se a informação disponível permitir concluir que, num dado país, um número elevado de contribuintes é fiscalmente penalizado pelo efeito de concentração, as autoridades fiscais podem tomar medidas que atenuem essa penalização, nomeadamente a introdução de esquemas de tributação do rendimento médio (*averaging*)².

Ainda assim, há quem defenda que o efeito de concentração não constitui problema de maior. É que a aplicação do princípio da realização, ao facultar o diferimento do imposto, equivalendo portanto a um empréstimo sem juros do Estado ao contribuinte, constitui uma vantagem que compensa eventuais inconvenientes do efeito de concentração. Para além desta, os titulares de elementos patrimoniais valorizados podem sincronizar a realização de mais e menos-valias, conseguindo desta forma uma redução da carga fiscal.

Um estudo empírico sobre o efeito de concentração foi realizado por Minarik (1981). O autor utilizou elementos relativos a um painel de contribuintes norte-americanos durante o período 1967-1973 e procurou averiguar a dimensão do fenómeno e de que forma os contribuintes procuravam minorar os seus inconvenientes. O estudo permitiu concluir que a ausência de um método que eliminasse o efeito de concentração era responsável por 59% da tributação adicional relativamente à situação na qual todos os rendimentos considerados fossem tributados pelas taxas que resultariam da consideração dos valores médios do período estudado.

O mesmo trabalho permitiu verificar que um dos expedientes à disposição dos contribuintes para minorar as consequências do efeito de concentração

² Minarik (1981) refere dois esquemas possíveis para minorar o efeito de concentração. Um primeiro, através da tributação do rendimento médio (*income averaging*) que consiste em colectar o contribuinte pela taxa que seria aplicável ao rendimento determinado a partir do montante médio de mais-valias calculado a partir do número de anos de titularidade dos bens cuja alienação as gerou.

Um segundo método, que designaremos por afectação proporcional (*proration of capital gains*), que se caracteriza por tributar a fracção da mais-valia verificada no ano de realização à taxa marginal aplicável em função do rendimento total desse ano, utilizando também esta taxa para tributar a parte restante da mais-valia.

consistia na sincronização da realização de mais e menos-valias (*timing of capital gains and losses*). Esta política de realização deliberada de menos-valias é particularmente fácil para os investimentos em acções, dada a volatilidade do seu preço. O estudo mostrou também que uma boa parte das pessoas usava determinados expedientes com o fim de minimizar a carga fiscal. De entre eles destacam-se a realização conjunta deliberada de mais e menos-valias, e a realização de mais-valias em anos de baixos rendimentos de outras categorias.

Baseando-se em dados de 1973, o autor observou ainda que a percentagem de declarações que incluíam rendimento tributável na categoria mais-valias e, simultaneamente, apresentavam menos-valias, crescia com o aumento do rendimento (líquido de mais-valias) atingindo um máximo de 64.9% das declarações para os contribuintes no escalão superior de rendimento.

Minarik concluía assim que:

«(although) these results suggest that many taxpayers do experience bunching of capital gains...the averaging system now in the law reduces such excess liabilities. On the other hand, others time their gains and losses when their deductions are high and their other income is low in order to reduce their tax liabilities; those who realize the greatest gains and who realize most frequently are the most likely to time their realizations».

No caso português, é muito difícil, senão impossível, aferir quantitativamente o eventual efeito de concentração que a tributação de acordo com o princípio da progressividade das mais-valias obtidas por pessoas singulares originaria. Essa tributação é efectuada entre nós por formas diferentes consoante o tipo de mais-valias.

Para referir apenas o caso das mais-valias derivadas da alienação onerosa de partes sociais e outros valores mobiliários, estes ganhos são tributados, como se sabe, por uma taxa liberatória de 10% se os títulos forem detidos por um prazo inferior a doze meses ou não estão sujeitos a tributação se esse prazo for maior que doze meses. Para além disso, não existe obrigatoriedade retenção do imposto na fonte. Compete ao titular dos rendimento a sua declaração. Assim, é natural que não existam elementos fiáveis sobre a distribuição destes ganhos por grupos de contribuintes, o que constitui um factor de perda de qualidade das estatísticas fiscais³.

2.2. O efeito de imobilização

A tributação das mais-valias baseada no princípio da realização pode afectar o comportamento dos investidores por forma a originar uma incorrecta afectação

³ À data da elaboração da versão final deste texto, o governo tinha anunciado a intenção de rever significativamente a tributação das mais-valias obtidas através da alienação de valores mobiliários, no sentido de submeter tais mais-valias a um regime menos privilegiado relativamente ao que vigora.

de recursos. Suponha-se que um investidor é titular de um determinado bem entretanto valorizado. Se a alienação deste bem provocar a consequente tributação da mais-valia realizada, o investidor pode optar pela sua manutenção em carteira para escapar ao pagamento do imposto. Ao incentivar a imobilização dos bens no património dos investidores, o factor fiscal seria então responsável por opções não óptimas de afectação de recursos ⁴.

Ou seja, em certas condições os investidores não promoveriam a afectação óptima do seu capital na aquisição de bens geradores de taxas líquidas de retorno superiores às do investimento em carteira. Tal aconteceria se a realização da mais-valia verificada nesse investimento, e consequente tributação, reduzisse o capital disponível de tal forma que a taxa de retorno de aplicações alternativas, porque aplicada a um capital inicial menor, proporcionasse ao investidor um rendimento mais baixo do que o obtido através da estratégia de manutenção do investimento inicial.

Assim, supondo que um dado investidor adquiriu em tempos uma acção *A* pelo montante *K*, e designando por *m* a mais-valia entretanto verificada, o valor da acção no momento presente (*C*) é igual a (*K + m*). Admita-se agora que se depara a esse investidor a hipótese de substituir este investimento *A* por um outro (*B*), e que as taxas de retorno líquidas previstas para *A* e *B* são, respectivamente, *r* e *r'*. A decisão de alienar *A* e aplicar o produto obtido em *B* dependerá de dois factores: do montante da mais-valia (*m*) e da alíquota do imposto (*t*).

De facto, o investidor só substituirá o investimento original se $r'(C - tm) > rC$,

$$\text{ou seja } r' > \frac{r}{1 - \frac{tm}{C}} \quad 5.$$

Se o efeito de imobilização resultar apenas dos factores atrás referidos, a sua influência na decisão de substituição de investimentos é reduzida. Com efeito, se *r* for de 10% e o investimento *A* estiver valorizado em 50%, um imposto de 40% sobre este ganho só evitará a substituição de *A* por *B* se a taxa de rendimento prevista para *B* não exceder 11,5%.

⁴ Basto (1971) refere ainda uma outra causa passível de provocar efeito de imobilização: o diferente tratamento fiscal das mais-valias consoante o período de detenção dos bens.

Refira-se, a título de exemplo, que, nos Estados Unidos, até à reforma de 1986, o sistema fiscal distinguia entre «short term capital gains» e «long term capital gains», gravando os últimos a taxas mais reduzidas.

⁵ Basto (1971) salienta o facto de a remuneração futura dos investimentos (*A* ou *B*) poder tomar diversas formas. No caso dessa remuneração se verificar sob a forma de ganhos de capital, *r* e *r'* significam a «fracção do capital actual que se espera obter sob a forma de mais-valias», sendo estas duas taxas utilizáveis para comparar o rendimento esperado das duas alternativas apenas no caso de os períodos de detenção dos investimentos serem idênticos. Se assim não for, e para efectuar essa comparação, as taxas terão que ser referidas a idêntico período de detenção, através dos expedientes do cálculo financeiro.

A abordagem do efeito de imobilização até aqui apresentada ignorou no entanto uma característica importante da tributação das mais-valias: a sua tributação só se concretiza no momento da realização. Esta particularidade confere aos investidores a faculdade de serem eles próprios a determinar o momento do pagamento do imposto, podendo portanto beneficiar do respectivo diferimento. Assim, e continuando a usar a notação anterior, a decisão do titular da acção *A* relativamente à sua eventual substituição pela acção *B* é agora condicionada por um terceiro factor: o benefício do diferimento do imposto.

Para que a substituição de verifique é pois necessário que o rendimento do investimento alternativo aplicado a um capital menor — $r'(C - tm)$ — compense não só o rendimento do investimento em carteira, mas também a renúncia ao diferimento do imposto: $tm - \frac{tm}{(1+r)^n}$ ⁶.

Assim, $r'(C - tm) > rC + (tm - \frac{tm}{(1+r)^n})$, donde resulta que:

$$r' > \frac{r + \frac{tm}{C} (1 - \frac{tm}{(1+r)^n})}{1 - \frac{tm}{C}} \quad (1)$$

Comparativamente com a situação anterior, onde não se considerou o efeito do diferimento na decisão de substituição de investimentos, é evidente que a diferença entre r e r' terá agora que ser superior para provocar a substituição. Só se o for é que compensará a desvantagem inerente ao pagamento imediato do imposto. Reportando-nos ao exemplo anterior, e admitindo que o investimento em carteira seria mantido por cinco anos, a taxa r' teria que ser superior a 17,37%.

Conforme refere Basto (1971), «A possibilidade de diferimento temporal do pagamento do imposto que a tributação das mais-valias realizadas oferece parece ser, aliás, mais do que a redução do capital, a origem principal de imobilização do investimento induzida pelo imposto».

Note-se que estes resultados assentam na hipótese de que o montante (não actualizado) de imposto a pagar futuramente é igual ao encargo fiscal resultante da realização imediata. Isto é, supõe-se que não se verificará qualquer valorização posterior do bem e que a alíquota de imposto se mantém.

A não verificação desta última suposição modifica o valor actual do diferimento do imposto. Designando por te a alíquota futura do imposto, o valor actual do diferimento (pv) em percentagem do valor actual será agora:

$$pv = \frac{tm - \frac{te.m}{(1+r)^n}}{C}$$

⁶ Nesta expressão, n designa a duração do período de manutenção do investimento em carteira, na hipótese de o investidor optar pela sua detenção.

Assim, um reforço ou uma diminuição do efeito de imobilização acontecerá sempre que, respectivamente, $t > t_e$ ou $t < t_e$. Para além dos três factores anteriormente considerados, é pois necessário levar em consideração na análise do efeito de imobilização as expectativas dos investidores sobre os rendimentos futuros e sobre a evolução das taxas de tributação das mais-valias.

Se bem que, em teoria, o efeito de imobilização possa ser considerável, só o estudo da sua influência no comportamento observado dos investidores permite avaliar a necessidade de introdução de medidas que o possam reduzir. E, ainda assim, terá de provar-se que as vantagens da redução desse efeito relativamente a uma mais eficiente afectação económica de recursos superam eventuais desvantagens decorrentes dessas medidas.

De entre as opções possíveis para minorar o efeito de imobilização, destaca-se, porque frequentemente proposta, a redução da taxa de tributação das mais-valias. Os proponentes desta medida aduzem em sua defesa que a redução da taxa do imposto desencadearia um acréscimo de realizações; o qual, do ponto de vista das receitas fiscais, mais do que compensaria a descida da taxa.

Ainda que se contornem as críticas à redução da tributação das mais-valias baseadas em argumentos de equidade, haverá que escrutinar cuidadosamente a veracidade do eventual impacto positivo dessa redução sobre as receitas fiscais. Se a redução das taxas originar uma onda de realizações tal que as receitas do imposto aumentem, é porque o efeito de imobilização condiciona bastante as decisões dos investidores; caso contrário, a importância do efeito será diminuta.

Por outro lado, e conforme atrás se demonstrou, a magnitude do efeito de imobilização é particularmente acentuada se o sistema fiscal não concretizar a tributação das mais-valias no momento da transmissão aos herdeiros dos bens valorizados. Uma forma de resolver o problema seria adoptar a solução designada na literatura anglo-saxónica por *constructive realization*; ou seja, tributar as mais-valias verificadas nos bens aquando da transmissão por herança.

Contra esta solução apontam-se no entanto vários argumentos. A tributação das mais-valias no momento da transmissão constituiria um desvio injustificável ao princípio segundo o qual são mais-valias os ganhos resultantes da alienação onerosa dos bens; por outro lado, pode colocar aos herdeiros problemas de liquidez, dado que também se afasta do princípio de tributar as mais-valias realizadas. Finalmente, e ainda relacionado com a transmissão dos bens valorizados por morte, surge a questão de saber qual o valor base a atribuir aos bens. Supondo que não existe *constructive realization*, se nesse momento o valor de base passar a ser o preço de mercado, a mais-valia verificada durante o período de detenção por parte do cedente escapa à tributação. Já assim não será se o valor base continuar a ser o preço de aquisição. Os herdeiros terão,

é certo, um forte incentivo à manutenção do bem em carteira, mas a mais-valia será integralmente tributada quando for por eles realizada⁷.

Uma outra forma de minorar, ou até eliminar, o efeito de imobilização consistiria na tributação periódica das mais-valias verificadas. Contra esta solução invocam-se habitualmente duas razões: as dificuldades de avaliação periódica do valor dos bens e as dificuldades de liquidez que tal poderia causar aos contribuintes.

No que respeita ao primeiro destes inconvenientes, ele poderia ser ultrapassado se a tributação periódica das mais-valias fosse circunscrita aos bens cujo valor é mais facilmente determinável, como é o caso das acções e obrigações. Subsistiria, ainda assim, a questão da existência de um tratamento fiscal diferenciado para o mesmo tipo de rendimentos, já que para os bens cuja valorização periódica se revele difícil supõe-se que continuaria a vigorar o princípio da realização.

Quanto à segunda objecção, os dados estatísticos mostram que as mais-valias se concentram nos mais altos escalões de rendimento⁸. As dificuldades de liquidez não seriam assim um obstáculo insuperável.

Um esquema de tributação das mais-valias que, mantendo embora o princípio da realização, reduziria bastante o efeito de imobilização foi sugerido por Auerbach (1991).

O princípio em que se baseia este esquema é o de obrigar o contribuinte a pagar juros calculados com base no período de diferimento do imposto. Suponhamos que um investidor adquiriu um bem em *t*₀ e que ainda o detém num momento posterior, *t*₁. Admitindo que o bem se valorizou entretanto, esta forma de tributação das mais-valias é neutra relativamente ao período de detenção: se o investidor diferir por um período a realização da mais-valia, o benefício que obtém será anulado no momento da realização, dado que a carga fiscal então suportada incluirá o juro exigido pelo Estado como recompensa pela faculdade concedida de diferimento do imposto.

Em cada momento, a tributação aplicável às mais-valias verificadas num dado bem é composta por duas parcelas: o juro devido pelo diferimento do imposto desde o momento da aquisição, mais o tributo resultante da realização da mais-valia. Para o investidor seria indiferente ser tributado periodicamente com base na mais-valia verificada, ou ser tributado aquando da realização, incluindo o prémio a pagar pelo diferimento. Esta última solução tem ainda a vantagem de evitar o problema da liquidez.

⁷ Cf Gravelle (1994, p.157): «The reason that capital gains escape taxes at death entirely is that the heir takes the market value at death as the new basis. If, instead, the original basis were assigned to the heir, the tax could be postponed, not forgiven». (A autora refere-se ao caso americano.)

⁸ V. Summers (1990).

O esquema proposto por Auerbach baseia-se numa premissa que constitui uma forte limitação à sua aplicabilidade. A equivalência do resultado ao que se obteria com a tributação periódica (*accrual taxation*) só é válida admitindo que a taxa de juro aplicada para o cálculo da penalização devida pelo diferimento é igual à taxa de rendibilidade do bem. Ou seja, o esquema funciona baseado na presunção de que os investidores são indiferentes *ex ante* à tributação periódica ou à tributação no momento da realização. Se, no momento da realização, a taxa de rendimento *ex post* do bem (g) tiver sido menor do que a taxa de juro (i) utilizada para calcular a tributação adicional inerente ao diferimento, o investidor fica em desvantagem relativamente à solução de tributação periódica. Se $g > i$, será o Estado a perder com a não tributação periódica.

Já se vê pois que esta modalidade de tributação das mais-valias, apesar de engenhosa, só torna indiferente o período de detenção dos bens em circunstâncias cuja probabilidade de ocorrência será diminuta.

Para além dos argumentos resultantes do debate teórico sobre o efeito de imobilização, as várias correntes que sobre este assunto se defrontam procuram ilustrar a dimensão do efeito através de estudos estatísticos. A análise empírica da importância do efeito de imobilização — que poderá mostrar a sua verdadeira dimensão — será adiante apresentada; mas sobre a abordagem estatística da questão da importância do efeito de imobilização e das consequências da redução da tributação das mais-valias no sentido de o minorar, vale a pena citar Gravelle (1994, p. 146) que afirma: «The public debate over the revenue cost of a capital gains tax cut became, in part, a debate over the reliability of various econometric approaches.» Ou seja, a análise empírica não é conclusiva, não constituindo pois um guia seguro para a tomada de decisões legislativas na área da tributação das mais-valias. As opções ideológicas do legislador serão, neste campo, um factor de primordial importância no desenho das soluções adoptadas.

2.3. A tributação das mais-valias e a inflação

Os aumentos de valor dos bens, qualificáveis como mais-valias, resultantes da alta do nível de preços não deveriam ser tributados, uma vez que não conferem aos titulares daqueles bens qualquer acréscimo de capacidade de gastar⁹.

Se o sistema fiscal não atender à distinção entre mais-valias reais e nominais, as taxas efectivas de tributação serão superiores às taxas legais; existindo uma sobretributação desta categoria de rendimento. Consideremos um investidor que adquiriu um bem no momento 0 pelo montante V_0 , alienando-o

⁹ Cf. Ribeiro (1989, p. 204). Existindo três factores que podem originar mais-valias — subida do rendimento, baixa da taxa de juro e inflação — para este autor só as que resultam dos dois primeiros devem ser tributadas.

ao fim de um período pelo preço $V1 > V0$. Admita-se que o acréscimo do valor do bem se decompõe em duas parcelas: a variação real (r) e a que resulta da subida do nível de preços (p). Assim:

$$V1 = V0(1 + r) (1 + p)$$

Se t for a taxa de tributação a que está sujeito esse investidor, e no caso de o sistema fiscal tributar apenas a mais-valia real, a taxa efectiva de tributação será:

$$(V0(1 + r) - V0)t, \text{ ou seja, } V0.r.t$$

Já assim não acontece se o imposto incidir sobre a totalidade da mais-valia. Neste caso, a carga fiscal será:

$$(V0(1 + r)(1+p) - V0)t, \text{ ou seja, } V0 (r+p+rp)t$$

Verifica-se portanto que a sobretributação, relativamente à situação anterior, é dada por $V0 (p + rp)t$.

A tributação das mais-valias nominais tem reflexos particularmente notórios sobre o efeito de imobilização. A análise dessa influência pode ser apreciada a partir dos dados constantes do quadro 1¹⁰.

QUADRO N.º 1

A inflação e as taxas efectivas de tributação das mais-valias

Inflação Período de detenção (anos)	0% Col 1	5% Col 2	10% Col 3
1	19,4%	34,8%	48,8%
10	14,9%	22,1%	26,2%
20	11,0%	14,2%	15,3%
50	4,5%	4,8%	4,8%

No quadro pode ver-se a comparação de uma dada taxa de tributação estatutária — que se supõe 20% — das mais-valias realizadas na alienação de um dado bem, com as taxas efectivas resultantes do simples diferimento do imposto — col. 1 — e da conjugação do diferimento do imposto com a tributação das mais-valias nominais — cols. 2 e 3¹¹.

¹⁰ Inspirado em Gravelle (1994, p.130 e segs).

¹¹ Admite-se ainda que o bem em causa tem um valor inicial de 1 unidade monetária, que se valoriza anualmente a uma taxa real de 6%, que a taxa de actualização em termos reais é de 3% e que os rendimentos e taxas de actualização nominais se calculam de acordo com a fórmula de Fisher: $(1 + \text{taxa nominal}) = (1 + \text{taxa real}) (1 + \text{taxa de inflação})$.

A primeira coluna mostra a carga fiscal, em valores actualizados para o ano 0, para diferentes períodos de detenção. A possibilidade de diferimento do imposto reduz o valor actual da carga fiscal, contribuindo assim para o efeito de imobilização.

Se admitirmos um aumento do valor nominal do bem idêntico à taxa de inflação (5%), a coluna 2 mostra que para os períodos de detenção considerados a carga fiscal é agora superior à que resulta da taxa legal de tributação. E essa diferença é tanto maior quanto menor o período de detenção considerado em ambas as situações. Tal resultado é a consequência da desvantagem da tributação da mais-valia nominal ser superior ao benefício do diferimento do imposto¹². Ou seja, relativamente à situação de ausência de inflação, a tributação dos ganhos nominais reforça a vantagem relativa da manutenção em carteira dos bens valorizados, incentivando o investidor a diferir, de forma ainda mais acentuada, o pagamento do imposto.

É certo que a carga fiscal actualizada é sempre menor na coluna 1, e, desse ponto de vista, o incentivo ao diferimento — e o consequente efeito de imobilização — é mais forte; mas, ao considerarmos a inflação, a diferença entre as taxas de tributação efectiva é agora muito maior quando se comparam os valores dessa taxa para o diferimento de 1 ou 50 anos¹³.

As diferenças entre as colunas 1 e 2 acentuam-se ainda mais na coluna 3. Para períodos de detenção mais curtos, o aumento da parte nominal da mais-valia tem como consequência uma tributação efectiva superior à da coluna 2; conferindo o diferimento uma atenuação relativa da taxa efectiva ainda maior.

¹² Atente-se, por exemplo, na taxa correspondente ao segundo valor da coluna 2 - 22,1% — que é calculada da seguinte forma:

$$\text{Valor do bem no final do período 10: } ((1+0.06)(1 + 0.05))^{10} = 2.917;$$

$$\text{Mais-valia total : } 1.917;$$

$$\text{Imposto : } 0.2 * 1.917 = 0.383;$$

$$\text{Taxa de tributação sobre a mais-valia real (taxa efectiva): } \frac{0.383}{(1.06)^{10} - 1} = 48,8\%;$$

$$\text{Taxa de tributação efectiva referida ao ano 0: } \frac{0.488}{[(1.03)(1.05)]^{10} - 1} = 22,1\%.$$

¹³ Note-se que a relação entre os valores inicial e final das colunas 1 e 2 é de, respectivamente, 4.3 (19.4/4.5) e 7.2 (34.8/4.8). Por outro lado, na situação de inflação igual a 5%, é possível calcular o período de detenção para o qual os dois efeitos se anulam, mantendo portanto a taxa de tributação efectiva igual à taxa nominal (20%).

O período de detenção será o resultante da seguinte expressão:

$$0.2 = \frac{0.2[(1.06)(1.05)]^n - 1}{(1.06)^n - 1}, \text{ sendo que } n \approx 12 \text{ anos. Isto é, para um período de detenção de 12 anos, a desvantagem da tributação da parte nominal da mais-valia que se traduz numa taxa efectiva superior a 20\% é exactamente anulada pelo benefício do diferimento do imposto, o qual se efectua a uma taxa de actualização superior.}$$

Do que se expôs pode pois concluir-se que, no caso de o sistema fiscal não isentar da tributação as mais-valias nominais, as consequências na deficiente afectação de recursos poderão ser consideráveis.

2.4. A tributação das mais-valias e os seus efeitos na propensão ao investimento

A tributação das mais-valias de acções é por vezes atacada com base no argumento segundo o qual esta tributação contribuiria para desincentivar os investimentos cujos benefícios ocorrem principalmente sob a forma de ganhos de capital. As medidas que contribuam para reduzir a carga fiscal incidente sobre este tipo de rendimento — e a eventual quebra da receita fiscal — seriam justificadas pela utilidade social dos investimentos por elas estimulados.

De entre os investimentos habitualmente considerados de elevado risco e cujo retorno apresenta uma grande componente de ganhos de capital, são de destacar os projectos empresariais financiados por capital de risco. As medidas tendentes à redução da tributação das mais-valias diminuiriam o custo do capital necessário à realização desses projectos, contribuindo para o crescimento económico e o aumento do emprego e para a dinamização do mercado de capitais.

O estímulo a este tipo de investimentos poderia resultar não só da descida da taxa de tributação das mais-valias, mas também da alteração de outras regras aplicáveis à tributação desta categoria de rendimentos. De entre elas, alguns autores que analisaram especialmente o caso americano propõem a eliminação dos limites à dedução de perdas¹⁴.

Os críticos desta posição contrapõem que a tributação dos ganhos aquando da respectiva realização é já um benefício considerável, uma vez que o diferimento do pagamento do imposto se traduz numa importante economia fiscal. Por outro lado, qualquer alteração da tributação das mais-valias que as discriminasse fiscalmente relativamente a outros rendimentos encorajaria os investidores a procurar converter rendimento ordinário em mais-valias, reduzindo o grau de equidade do sistema fiscal. Finalmente, e como nota Gravelle (1994, p.142):» ...encouraging risk-taking, relative to that which the market would undertaken on its own, has yet to be established as desirable».

Considerando-se embora que a dedução de perdas é inerente à lógica da tributação do rendimento, a manutenção do limite à dedução de perdas em alguns sistemas fiscais deriva essencialmente do receio de baixa de receita provocado pelo aproveitamento (mais ou menos engenhoso) que os contribuintes poderiam fazer da possibilidade da dedução ilimitada.

Ainda assim, o tratamento diferenciado que vários sistemas fiscais consagram às mais-valias em função do período de detenção dos bens ou do

¹⁴ Auten e Cordes (1991, p.190):» ...supporters of lower capital gains taxes argue that current limitations on deductions for capital losses discourage risk-taking because the government shares fully in the rewards but not the potential losses of risky investments». Ainda sobre esta questão, afirma Gravelle(1994, p.142):» The main caveat to this risk-taking analysis is that there are statutory limits (\$3.000, currently) on the amount of capital losses that can be offset in any one year against ordinary income».

tipo de activos financeiros parece firmar-se na intenção de incentivar os investimentos de médio e longo prazo em desfavor das mais-valias de investimentos considerados especulativos.

2.5. Os efeitos da alteração da taxa de tributação das mais-valias sobre as receitas fiscais

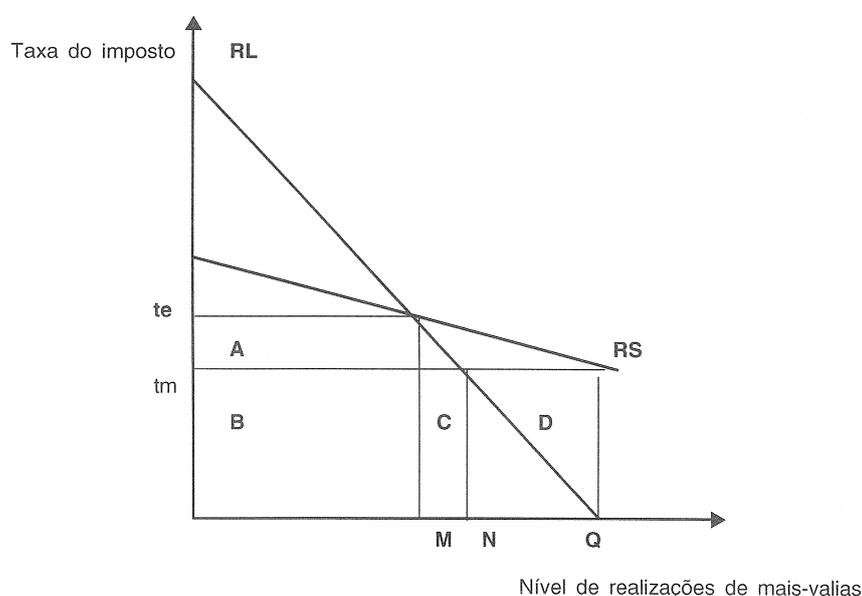
Os efeitos da alteração da taxa de tributação das mais-valias — principalmente da sua redução — sobre o montante das receitas fiscais é uma das questões mais debatidas na literatura sobre a imposição fiscal dos ganhos de capital.

Os opositores ao abaixamento das taxas salientam dois efeitos nefastos de tal medida. Por um lado, argumentam que dada a concentração dos ganhos de capital nos contribuintes mais ricos¹⁵ a diminuição da taxa aplicável a estes rendimentos viola o princípio da equidade; por outro, salientam que tal opção causaria uma perda líquida de receitas fiscais, uma vez que a baixa de receitas resultante da redução da taxa não seria compensada pelo aumento da realizações. É sobretudo esta último argumento que é não só rejeitado pelos defensores da redução da taxa, como a defesa da tese contrária constitui o principal suporte desta proposta.

A questão de saber se um abaixamento da taxa de tributação das mais-valias aumenta ou diminui as receitas fiscais pode ser mais facilmente entendida a partir do gráfico 1, inspirado em Auten e Cordes (1991).

GRÁFICO 1

Relação entre a variação da taxa de tributação das mais-valias e das receitas fiscais



¹⁵ De acordo com Feenberg e Summers (1990, p.4 -7), nos EUA, em 1986, 61% dos ganhos de capital eram obtidos por 1% dos contribuintes mais ricos.

No gráfico 1, RS e RL representam, respectivamente, as funções que relacionam a realização de mais-valias a curto e longo prazo com as taxas de imposto. Se partirmos de uma taxa de imposto te , onde a receita do imposto é igual à área $(A+B)$, e admitirmos uma redução da taxa para tm , o efeito, a curto prazo, sobre as realizações causará a passagem do nível de receitas para $(B+C+D)$. A longo prazo, o efeito desta medida será um nível de receita $(B+C)$.

Assim, A representa a perda de receitas provocada pela redução da taxa e $(C+D)$ e C representam, respectivamente, o acréscimo de receita a curto e longo prazo resultantes do acréscimo de realização de mais-valias. A redução da taxa do imposto só terá um efeito benéfico sobre as receitas se a elasticidade das realizações relativamente à taxa do imposto for, em valor absoluto, superior à unidade¹⁶.

Em face desta análise, não admira que o debate se tenha centrado em torno da determinação empírica do valor desta elasticidade. Sendo a redução da tributação das mais-valias um assunto sempre politicamente sensível, os legisladores procuram apoiar-se em estudos estatísticos que demonstrem, preferencialmente, que a redução da taxa ocasionará um aumento da receita.

Dada a importância do tema, abordaremos na próxima secção alguns estudos que procuraram esclarecer a relação entre as taxas e as receitas fiscais, e também quantificar a reacção dos investidores à alteração das taxas, avaliando assim a dimensão do efeito de imobilização.

3. Alguns resultados empíricos no domínio da tributação das mais-valias

Na literatura da especialidade, os principais trabalhos empíricos recentemente publicados respeitam à reforma fiscal americana de 1986. Com efeito, essa reforma alterou substancialmente a tributação das mais-valias, constituindo uma experiência privilegiada para testar algumas das mais importantes proposições teóricas sobre a influência da alteração da tributação dos ganhos de capital no comportamento dos investidores. Um dos primeiros estudos sobre o resultado desta reforma é da autoria de Bolster, Lindsey e Mitrusi (1989).

A reforma fiscal americana de 1986 eliminou o tratamento preferencial que até essa data era concedido às chamadas mais-valias de longo prazo. Esse tratamento consistia em tributá-las por uma taxa que era somente 40% da taxa de tributação do restante rendimento do contribuinte. Posteriormente à reforma, todas as mais-valias seriam tributadas à taxa aplicável ao rendimento global. Segundo os autores, esta alteração representou «the largest capital gains tax

¹⁶ Esta conclusão só é correcta se a tributação das mais-valias for efectuada através de um imposto de taxa proporcional. Se este imposto for progressivo, e se a elasticidade aumentar com a taxa do imposto, a igualdade entre perdas e ganhos de receita ocorrerá com uma elasticidade inferior a 1. Auten e Cordes (1991).

rate increase in at least half a century», sendo o objectivo do citado estudo a investigação da reacção de curto prazo dos investidores a esta alteração da tributação das mais-valias ¹⁷.

Bolster *et al.* começaram por deduzir um modelo de comportamento dos investidores em face de alterações na tributação das mais-valias. As variáveis nesse modelo consideradas são as seguintes:

R_0 — taxa de rendimento acumulada do bem 1 durante o período de detenção já decorrido;

R_1 — taxa de rendimento esperada do bem 1 na hipótese de o investidor continuar a detê-lo;

R_2 — taxa de rendimento esperada resultante da aquisição de um bem alternativo (bem 2);

C_0 — taxa de tributação actual das mais-valias;

C_1 — nova taxa de tributação das mais-valias.

Suponhamos que, num dado momento, se deparam ao investidor duas alternativas: continuar a deter o bem 1 ou aliená-lo — realizando as mais-valias nele verificadas — e adquirir o bem 2. No caso de a taxa de tributação das mais-valias se manter constante, a alienação do bem 1 só se concretizará se:

$$(1 - C_0)(1 + R_0)(1 + R_1) + C_0 \leq (1 + (1 - C_0)R_0)(1 + (1 - C_0)R_2) \quad (2)$$

O que se exige é que o rendimento depois de impostos resultante da estratégia de alienação do bem 1 e reinvestimento do produto da venda no bem 2 — cujo valor é dado pelo lado direito de (2) — seja igual ou superior ao rendimento obtido na estratégia de detenção do bem por idêntico período — medido pelo lado esquerdo da mesma desigualdade.

O efeito de imobilização devido à tributação das mais-valias realizadas, na hipótese de alienação do bem 1, pode ver-se com maior clareza se (2) for rescrita de forma a permitir calcular a relação entre R_1 e R_2 . Assim, dela resulta que:

$$R_1 \leq \left[1 - \frac{C_0 R_0}{1 + R_0} \right] R_2 \quad (3)$$

ou seja, desde que R_0 seja positivo, R_2 tem que exceder R_1 numa proporção dada por $\frac{C_0 R_0}{1 + R_0}$ a fim de que se justifique a decisão de alienar o bem ¹⁸. Por

¹⁷ Note-se que a lei foi publicada em Setembro de 1986 e entrou em vigor em Janeiro de 1987, permitindo portanto aos investidores um lapso de tempo considerável para ajustar as suas estratégias de investimento. Conforme referem os autores:» The existing war on the effect of capital gains taxes on investor strategy has focused on behaviour during periods of relatively constant capital gains tax regimes. The Tax Reform Act of 1986 offers the possibility of testing investor sensitivity to a dramatic change in tax regime».

¹⁸ Excluindo o caso de $C_0 > 1 + 1/R_0$.

outro lado, à medida que C_0 aumenta, cresce o incentivo à manutenção do bem, uma vez que R_2 terá que ser mais elevada para induzir o investidor a adquirir o bem 2¹⁹.

Ora, no que respeita à tributação das mais-valias, a reforma americana introduziu, como já se disse, um elemento novo. A alienação do bem antes da entrada em vigor da legislação aprovada com a reforma tinha como consequência a tributação das mais-valias verificada a uma taxa mais baixa — C_0 — do que na alternativa de detenção e alienação posterior à entrada em vigor das novas regras, caso em que a mais-valia então realizada seria tributada à taxa — C_1 — mais elevada.

A equação que representa a escolha do investidor é agora:

$$(1 - C_1)(1 + R_0)(1 + R_1) + C_1 \leq (1 + (1 - C_0)R_0)(1 + (1 - C_1)R_2) \quad (4)$$

É notório que existe uma diferença importante entre (2) e (4). Nesta última, no caso de detenção do bem, a mais-valia do bem 1 será tributada à taxa C_1 . Esta penalização actua em sentido contrário ao efeito de imobilização. O aumento da taxa à qual, no futuro, a mais-valia será tributada incentiva a alienação do bem no presente, a fim de que o investidor possa beneficiar de uma imposição mais leve²⁰.

Rescrevendo a expressão acima de modo a evidenciar a relação entre R_1 e R_2 , teremos:

$$R_1 - \frac{(C_1 - C_0)}{(1 - C_1)(1 + R_0)} R_0 < R_2 \left(1 - \frac{C_0 R_0}{1 + R_0}\right) \quad (5)$$

Através da comparação entre (3) e (5) é evidente o efeito atrás descrito. O termo $\frac{(C_1 - C_0)}{(1 - C_1)(1 + R_0)}$ representa a poupança fiscal — em termos do rendi-

mento esperado — resultante da alienação no presente. O valor de R_2 que induz a esta decisão é agora menor do que em (3).

A partir da análise desta particularidade da reforma de 1986, Bolster *et al.* estabeleceram as seguintes hipóteses testáveis:

- a) Em Dezembro de 1986 a quebra de transacções de acções nas quais se verificavam mais-valias de longo prazo deveria ser menos pronunciada do que em igual mês de anos anteriores²¹;

¹⁹ Numa situação de indiferença, a relação entre as duas taxas será: $R_2 = \frac{R_1}{1 - \frac{C_0 R_0}{1 + R_0}}$.

O aumento de C_0 faz aumentar a taxa R_2 requerida para que o investidor adquira o bem 2.

²⁰ Note-se que, muitas vezes, os legisladores, aquando da alteração das taxas de tributação das mais-valias, só aplicam as novas taxas às mais-valias provenientes de activos adquiridos posteriormente à sua entrada em vigor, o que altera os pressupostos deste modelo.

²¹ Note-se que, nos anos anteriores à reforma, o efeito de imobilização induzia uma quebra do volume de transacções. A perspectiva de subida de taxa de tributação das mais-valias faria com que essa quebra fosse menos acentuada, dado o incentivo à realização de mais-valias enquanto a taxa não subia.

- b) Em Dezembro de 1986 a subida das transacções de títulos com menos-valias de longo prazo deveria ser menor do que em igual mês de anos anteriores ²².

Para além destas hipóteses relativas ao comportamento dos investidores cujos títulos apresentavam mais e menos -valias de longo prazo, os autores testaram ainda outras duas proposições acerca das mais e menos-valias de curto prazo:

- c) O padrão de comportamento dos investidores no final do ano que habitualmente se verificava antes da reforma — que consistia em vender títulos onde se verificavam menos-valias de curto prazo e manter em carteira aqueles onde se registavam mais-valias de curto prazo — deveria revelar-se menos nítido no final de 1986 ²³;
- d) Em Janeiro de 1987, a redução do volume de transacções de títulos com mais-valias de longo prazo deveria ser menor do que em igual mês de anos anteriores ²⁴.

Da análise estatística efectuada, os autores concluem que: «Much of our work reinforces findings by earlier authors that tax effects are evident in December trading under the prior law. However, we hypothesized that changes in this pattern are likely during December 1986 as a result of changes in the tax law that would take effect as of January 1, 1987. By and large, these hypothesis are substantiated by the data».

O estudo dos efeitos da reforma de 1986 sobre o comportamento dos investidores no que respeita à realização de mais e menos-valias foi também empreendido por Burman e Randolph (1994). Após desenvolverem um modelo semelhante ao de Bolster *et al.* (1989), os autores apresentam um conjunto de hipóteses testáveis.

²² Antes da reforma, existia um incentivo à venda de títulos onde se verificavam menos-valias de longo prazo. Por um lado, se R_0 era negativo, isso induzia o investidor a alienar o bem em carteira e reinvestir o produto noutro bem — vide equação (3) —, uma vez que a taxa R_2 teria que ser mais baixa; por outro, a alienação dos bens onde se verificavam menos-valias facultava aos investidores deduções às mais-valias realizadas. Uma vez que após a reforma a menos-valia seria deduzida a uma taxa C_1 criava-se assim um incentivo à manutenção do bem em carteira.

²³ As razões teóricas da fundamentação desta hipótese são várias e podem ver-se em Bolster *et al.*, p.331/332. Note-se que, antes da reforma, o facto de as mais e menos-valias de curto prazo serem tributadas à taxa marginal aplicável ao restante rendimento enquanto que as de longo prazo eram gravadas por uma taxa de somente 40% da primeira, criava um incentivo para deter as mais-valias de curto prazo e alienar os bens onde se verificassem menos-valias de curto prazo. A uniformização das taxas deveria enfraquecer esta tendência.

²⁴ Esta suposição decorre da hipótese a) — dada a aceleração, em Dezembro de 1986, das vendas de títulos com mais-valias de longo prazo — e da subida da taxa em 1987 causar um aumento do efeito de imobilização.

Para além das hipóteses relativas à alienação de bens onde se verificam mais e menos-valias de curto e longo prazo, na linha de Bolster *et al.*, os autores testaram duas proposições. Por um lado, inquiriram se os investidores mais idosos seriam menos influenciados pelas alterações da tributação das mais-valias; por outro, se os bens com maiores custos de transacção apresentariam um menor volume de negócios em resultado das alterações da tributação das mais-valias.

A principal crítica de Burman e Randolph ao estudo de Bolster *et al.* centra-se na desadequação dos dados utilizados. Os primeiros usaram dados de painel (*panel data*)²⁵, os quais se referem a um grupo de investidores durante um dado lapso de tempo — neste caso os anos de 1985 e 1986. Os segundos serviram-se de dados que não permitiam aferir directamente as variáveis que caracterizam o comportamento individual de cada investidor.

Os resultados deste estudo confirmaram empiricamente as hipóteses relativas ao efeito das alterações da tributação das mais e menos-valias no comportamento dos investidores²⁶ e ainda que os investidores mais idosos foram menos afectados e que as transacções de bens com maiores custos de transacção foram menos influenciadas pelas alterações fiscais.

A investigação empírica sobre os efeitos da alteração da tributação das mais-valias na sua realização e, conseqüentemente, nas receitas fiscais é de capital importância. Sendo as propostas de modificação dessa tributação um tema sempre politicamente sensível, a fundamentação estatística das conseqüências dessas propostas tem um papel central nos debates. Infelizmente, os resultados dos testes não permitem conclusões uniformes.

Os testes baseados em séries temporais concluem que as realizações de mais-valias são fracamente influenciadas pela tributação, mas os autores que usam dados individuais dos contribuintes afirmam que existe uma elasticidade elevada entre as alterações de taxas de tributação e as realizações de mais-valias. Um problema inerente aos últimos estudos reside na dificuldade em separar os efeitos transitórios das alterações das taxas — efeitos bem evidenciados por este tipo de dados — dos efeitos permanentes²⁷ — melhor captados pelas séries temporais.

²⁵ Os dados usados por Burman *et al.* foram retirados da base «Sales of capital assets panel» compilada pelo Internal Revenue Service americano.

²⁶ Em particular, o estudo de Burman e Randolph confirmou que:

- a) A realização de mais-valias de longo prazo aumentou consideravelmente em Dezembro de 1986,
- b) A realização de mais-valias de curto prazo reduziu-se em Dezembro de 1986, em cerca de 83%, relativamente ao nível esperado,
- c) Em Janeiro de 1987 decresceu a realização de mais-valias de longo prazo e aumentou a de mais-valias de curto prazo.

²⁷ Uma síntese dos problemas estatísticos associados às estimativas baseadas em séries temporais, dados *cross-section* e dados de painel pode ser vista em Mariger (1995).

4. Conclusão

As características particulares das mais-valias enquanto categoria de rendimento sujeitam a sua imposição fiscal a um conjunto de condicionantes que procurámos abordar neste artigo. De entre eles, os efeitos de concentração e imobilização e a influência da inflação constituem aspectos de extrema importância no estudo da tributação dos ganhos de capital.

O efeito de concentração implica que se considerem normalmente formas de tributação que atenuem as consequências da sujeição de rendimentos de carácter fortuito às taxas progressivas do imposto de rendimento pessoal.

A imposição das mais-valias de acordo com o princípio da realização pode induzir os contribuintes a manter os bens valorizados em carteira, para diferir o pagamento do imposto. Desta atitude pode resultar uma incorrecta afectação de recursos, que será ainda mais agravada se o sistema fiscal não excluir da tributação os ganhos puramente nominais.

A questão da tributação das mais-valias tem sido marcada por uma forte controvérsia acerca dos potenciais benefícios da redução da respectiva taxa, a qual, segundo os defensores desta medida, induziria um aumento dos investimentos, sobretudo os de elevado grau de risco em que parte considerável dos rendimentos é auferida sob a forma de ganhos de capital. Para além deste efeito, argumentam ainda os proponentes da diminuição da carga fiscal das mais-valias que ela teria consequências benéficas sobre as receitas fiscais, ao provocar um acréscimo de realizações.

Uma vez que ambas as proposições são contestadas, os estudos empíricos têm procurado determinar os efeitos sobre o comportamento dos investidores de alterações importantes no enquadramento fiscal das mais-valias. Em particular, a reforma americana de 1986 tem servido como caso de estudo privilegiado desses efeitos, tudo levando a crer que se é certo que as alterações no enquadramento fiscal das mais-valias afectam realmente as estratégias dos investidores, não se pode afirmar com segurança qual a exacta dimensão do efeito da variação da taxa na alteração das receitas fiscais. O debate desviou-se assim para a fiabilidade da metodologia empírica usada pelos diferentes autores que têm estudado o tema.

Bibliografia

- AUERBACH, A., 1991, «Retrospective capital gains taxation», *The American Economic Review*, 81, p.167-178.
- AUTEN, G., e CORDES, J., 1991, «Cutting capital gains taxes», *Journal of Economic Perspectives*, 5, p. 181-192.
- BASTO, J., 1971, «Imposto de mais-valias e efeito de imobilização», *Boletim de Ciências Económicas*, p.123-157.
- BOLSTER, P., LINDSEY, L., e MITRUSI, A., 1989, «Tax induced trading: the effect of th 1986 tax reform act on stock market activity», *The Journal of Finance*, 14, p. 327-343.
- BURMAN, L., e RANDOLPH, W., 1994, «Measuring permanet responses to capital gains tax changes in panel data», *The American Economic Review*, 84, p.794-809.
- FEENBERG, D., e SUMMERS, L., 1990, «Who benefits from capital gains tax reduction», in Summers L (ed.), *Tax policy and the economy*, Cambridge MA, MIT Press.
- GRAVELLE, J., 1994, *The economic effects of taxing capital income*, Cambridge MA, MIT Press.
- MARIGER, R., 1995, Taxes, capital gains realizations, and revenues: a critical review and some results, *National Tax Journal*, 48, p. 447-462.
- MARTINS, A., 1998, *A fiscalidade e o financiamento das empresas*, tese de doutoramento, Coimbra, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- MINARIK, J., 1981, «Capital gains», in Pechman, J. e Aaron, H. (eds) *How taxes affect economic behaviour*, Washington, The Brookings Institution.
- RIBEIRO, J., 1989, *A Reforma Fiscal*, Coimbra, Coimbra Editora.
- SANCHES, J., 1994, «Ainda sobre o conceito de mais-valia», *Fisco*, 65-66, pp. 3-18.

Abstract

The purpose of this paper is to discuss some relevant questions to the taxation of capital gains. In particular, the lock in effect and the consequences of inflation in the definition of tax regimes are analysed. The fairness of systems that confer special tax treatment to capital gains is also discussed, given the fierce debate between defendants and opponents of lighter tax burdens to these gains.

A review of empirial work following the American tax reform of 1986 is then presented, aimed at iluminating some conceptual controversies on the topic of capital gains taxation.
