

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

**Sistema Tributário, Governança Corporativa e Abertura de
Capital: Brasil *Versus* Estados Unidos**

Elemar S.A. Júnior

Uberlândia – MG
2007

ELEMAR S. A. JÚNIOR

**Sistema Tributário, Governança Corporativa e Abertura de
Capital: Brasil *Versus* Estados Unidos**

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Departamento de Ciências Econômicas
da Universidade Federal de Uberlândia
como requisito para obtenção do título
de Mestre em Desenvolvimento
Econômico.

Área de Concentração: Economia

Orientador: Prof. Dr. Germano Mendes
de Paula

Uberlândia – MG

2007

Dissertação defendida e aprovada em 18 de maio de 2007, pela banca examinadora:

Professor Dr. Germano Mendes de Paula – IE/UFU
(Orientador)

Professor Dr. Fabio Moraes da Costa – FUCAPE
(Examinador)

Professora Dr^a. Vanessa Petrelli Corrêa – IE/UFU
(Examinadora)

Uberlândia – MG
2007

*Para minha mãe, Patrícia e Stael,
embora distante meus pensamentos
estão sempre com vocês.*

RESUMO

A adoção de práticas de Governança Corporativa (GC), que visem aumentar a transparência das demonstrações financeiras e o respeito aos direitos dos acionistas minoritários, tem sido utilizada com o objetivo de melhorar a percepção das empresas pelo mercado e, conseqüentemente, a demanda por suas ações. O aumento expressivo do número de companhias que realizaram abertura de capital no Brasil, nos últimos três anos, tem acelerado a busca por implementação de tais práticas de governança em empresas de capital fechado, que tenham como objetivo realizar o IPO (*Initial Public Offering*). A estrutura de GC definida para a realização de IPO nos novos segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) pressupõe a adoção de práticas que, dentre outras características, aumentam a exposição e o rigor no tratamento das questões contábeis e tributárias pelas empresas, podendo ter efeitos em seus resultados. Tais efeitos são levados em consideração durante o processo de tomada de decisão de abertura de capital. Nesse sentido, o objetivo do trabalho foi o de analisar, comparativamente ao caso norte-americano, se a estrutura do sistema tributário brasileiro traz características que incentivam ou não a decisão de abertura de capital na nova realidade de GC. Além desses fatores, que podem ter efeitos diretos para as empresas na gestão de seus resultados, o estudo avaliou aspectos tributários e legais que tenham influência indireta na decisão de abertura de capital, à medida que proporciona estímulos à aplicação em ações e crescimento do mercado de capitais. A principal motivação para a elaboração do estudo foi explicitar os desafios que a adoção da estrutura padrão de GC pode trazer para as empresas, no tocante ao tratamento de suas questões fiscais e tributárias, e seus impactos na decisão de abertura de capital.

Palavras-chave: Sistema Tributário, Governança Corporativa, Abertura de Capital.

ABSTRACT

With the objective of improving their market image and, consequently, the demand for its shares, companies use Corporate Governance practices as a way to increase the consistency of the financial statements and as a guarantee of respect to the minorities shareholders rights. In the last three years, the increase in the number of corporations that performed an IPO in Brazil, has boosted the search to implement Corporate Governance practices in not open capital companies who intend to open their capital. The standard Corporate Governance structure to perform an IPO operation in the new segments of the São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) assumes the adoption of practices that, among other characteristics, increase the company disclosure and the strictness in dealing with account and tax issues that can affect their results. Those effects are taken in consideration during the process of the IPO “go - no go”-decision. In this sense, the objective of the research was to analyze, comparatively to the North-American case, if the structure of the Brazilian tax system has characteristics that motivates or not the IPO decision in the new corporate governance situation. Beyond those features that can have direct effects to the management of results by the companies, the research studied tax and legal aspects that could have indirect influence in the IPO decision, as it stimulates the investment in the stock market and the growing of the capital market. The main motivation for this research was to make clear the challenges that the adoption of the standard corporate governance structure can bring to the companies, in terms of the treatment of its fiscal and tax issues, and its impacts in the IPO decision.

Key words: Tax System, Corporate Governance, Initial Public Offering.

Sumário

I.	Introdução.....	9
Cap. I	Padrões de Governança Corporativa: o modelo anglo-saxão, a realidade brasileira e a decisão de abertura de capital.....	15
1.1	Considerações Teóricas sobre Governança Corporativa.....	15
1.2	Padrões de Governança Corporativa e suas determinantes estruturais.....	25
1.3	O Modelo Anglo-Saxão, a Origem do Padrão.....	27
1.4	O Modelo Brasileiro.....	33
1.5	Implicações das Características Sócioinstitucionais Brasileiras para a Decisão de Abertura de Capital	41
Cap. II	Características do Sistema Tributário brasileiro: incentivos e desincentivos à abertura de Capital.....	45
2.1	Tributos Indiretos.....	47
2.1.1	A Complexidade da Carga Tributária Brasileira e a Redução das Oportunidades de Elisão Fiscal.....	47
2.2	Tributos Diretos.....	59
2.2.1	Tributação dos Rendimentos Provenientes do Investimento em Ações e Aplicações de Longo Prazo.....	59
2.2.2	Tributação da Pessoa Jurídica, Incluindo Rendimento de Dividendos.....	64
2.2.3	Incentivos Fiscais como Estímulos à Aplicação em Renda Variável.....	66
2.3	Liquidez e Fundos de Pensão.....	67
2.3.1	Investidores Institucionais e o Debate Legal do Imposto de Renda para os Fundos de Pensão.....	67
2.3.2	Limites à Aplicação em Ações e Investimentos fora do País pelos Investidores Institucionais.....	73
2.4	Resumo das Diferenças nas Estruturas de Tributação Brasileira e Americana e seus Impactos na Decisão de Abertura de Capital.....	82
	Conclusão.....	85
	Referências Bibliográficas.....	90

Índices de Gráficos

Gráfico 1 - Participação dos Investidores no Volume Total Negociado no Ano na Bovespa entre 2001 e 2005 (%).....	17
Gráfico 2 - Comparação entre Valorização do Ibovespa versus IGC (2001 a 2006).....	20
Gráfico 3 - Comparação entre Valorização do Ibovespa versus Itag (2003 a 2006).....	21
Gráfico 4 - Volume Financeiro Anual Negociado na Bovespa entre 2001 e 2005 (R\$ Bilhões).....	41
Gráfico 5 - Possibilidades de Alocação de Recursos para Planos de Benefício Definido.....	75

Índices de Quadros

Quadro 1 - Características Estruturais da GC nos EUA e Brasil e seus Efeitos na Decisão de Abertura de Capital.....	44
Quadro 2 - Modificações nos limites de aplicação em ações pelos Fundos de Pensão.....	77
Quadro 3 - Características Ligadas à Regulamentação dos Fundos de Previdência e à Demanda por Ações: Brasil x Estados Unidos.....	80
Quadro 4 - Aspectos da Estrutura Tributária Brasileira x Norte-Americana e seus Impactos na Decisão de IPO.....	83

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Nova Estrutura de Imposto de Renda sobre Renda Fixa – IRRF.....	60
Tabela 2 - Estrutura de Tributação dos Novos Planos de Previdência Complementar.....	71
Tabela 3- Restrições Financeiras para Fundos de Pensão em Países Selecionados.....	78

Índice de Figuras

Figura 1 - Incidência do ICMS na operação interestadual.....	48
Figura 2 - Incidência do ICMS na operação intra-estadual.....	49

I – Introdução

Dentre as várias definições de Governança Corporativa que existem, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) adota a de “(...) um conjunto de práticas que têm por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. Goyos Jr. (2003) a define simplesmente como um esforço contínuo e organizado de acionistas e executivos no sentido de obter o melhor alinhamento de interesses possível.

O tema se desenvolveu na economia principalmente em função dos chamados problemas de agência, que correspondem aos conflitos de interesse entre aqueles que detêm a propriedade (acionistas) e aqueles que têm o controle na organização (executivos). Esse conflito é muito freqüente em países como EUA e Inglaterra, onde o capital das empresas é mais pulverizado. O problema de agência aparece quando o bem-estar de uma parte depende das decisões tomadas por outra parte. Embora o agente deva agir em benefício do outro, muitas vezes ocorrem situações nas quais os interesses são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista, pois a maioria dos administradores concorda com o objetivo de maximização de riqueza do proprietário, porém, na prática, está preocupada com sua riqueza pessoal, segurança no emprego, estilo de vida e outras vantagens.

A partir das premissas contidas nas definições, tem-se defendido que firmas que enfatizam práticas de governança corporativa tendem a garantir desempenho econômico superiores, além de menores custos para captação de recursos. As vantagens em desempenho decorrem da crença de que por meio da maior transparência nas informações corporativas e o acompanhamento das ações dos CEO's (*Chief Executive Officers*) ter-se-ia uma condução da empresa mais focalizada nos interesses dos acionistas e credores. Tal estrutura de gestão reduziria a possibilidade de se desviar do objetivo do investimento capitalista, que é a geração de retorno ao capital empregado. A maior percepção de confiabilidade demonstrada por essa estrutura aumentaria a disposição para o aporte de recursos por parte dos investidores, reduzindo o custo de capital.

De acordo com o problema clássico da teoria da agência, o que se deve resolver é o conflito de interesses entre administradores e acionistas, no qual os segundos poderiam ser expropriados pelos primeiros. A melhor forma para essa solução seria por meio da adoção de mecanismos que forçassem os administradores a proteger o interesse dos acionistas, evitando desvios de conduta que pudessem prejudicar o processo de geração de valor da companhia. Contudo, La Porta citado por Borges & Serrão (2005) mostra que:

“(...) o paradigma clássico é uma exceção restrita à Inglaterra e aos EUA. Na maioria dos países, o modelo que predomina é o de um acionista majoritário que detém o controle da empresa e aponta seus administradores. Dessa forma, a boa governança passa a representar a adoção de medidas que protejam os minoritários das ações dos controladores. Essa mudança de ótica trouxe a percepção de que governança corporativa pode ser definida de várias maneiras, dependendo do problema de agência que se enfrenta”.

De maneira análoga aos desvios de conduta de executivos em relação aos interesses dos acionistas, a expropriação de acionistas minoritários pelos controladores restringe a utilização do mercado de capitais como mecanismo de financiamento para as empresas, uma vez que a liquidez de uma ação depende da presença de investidores minoritários. Torna-se, pois, necessária a introdução de mecanismos que visem à proteção dos interesses dos minoritários, de forma a manter o mercado de capitais atrativo a um público mais amplo de investidores.

Os eventos divulgados no início desta década a respeito de problemas em auditorias de balanços de empresas como Enron, Worldcom e outras nos EUA, além de casos similares em companhias européias e asiáticas, aumentaram a busca por melhoria da confiabilidade e estabilidade dos negócios. A partir dessa realidade, intensificou-se o volume de trabalhos publicados no sentido de desenvolver estruturas de gestão aliadas a processos mais consistentes de demonstração de desempenho e gerenciamento de resultados em grandes corporações.

Esses desenvolvimentos estabeleceram modelos padronizados de governança corporativa que poderiam ser implantados em diferentes tipos de empresas. A definição de modelos padronizados de governança se relaciona com a incorporação de estruturas e procedimentos de controle das decisões estratégicas, supervisão da execução de diretrizes e

validação das informações financeiras amplamente difundidas no mercado, conforme tratado mais detalhadamente adiante. Tais estruturas se propõem a garantir decisões orientadas à geração de valor e facilitar o acompanhamento da consistência do negócio, mesmo por acionistas alheios ao dia-a-dia da empresa. Dessa forma, busca-se tornar a precificação da empresa mais objetiva e, conseqüentemente, suas ações mais atrativas à inversão de recursos por novos acionistas.

No caminho de adaptação dos modelos de governança corporativa para atender às demandas locais, mas sem perder o foco em atender aos investidores do mercado internacional, esforços também têm sido verificados no intuito de alinhar as práticas contábeis em direção a um padrão internacional. A uniformização dos padrões contábeis facilita a análise dos dados financeiros pelos investidores internacionais, permitindo mais velocidade de entendimento das condições financeiras da empresa e, portanto, mais facilidade para avaliação do investimento. Ademais, tem-se notado um movimento de uniformização das melhores práticas contábeis, o que no Brasil significou, num primeiro momento, uma aproximação ao modelo norte-americano (USGAAP – *United States Generally Accepted Accounting Principles*) e mais recentemente ao padrão internacional (IFRS – *International Financial Reporting Standards*).

Outra linha de estudo no intuito de aumentar os estímulos à abertura de capital das empresas relaciona-se à promoção de esforços para ajustar características do ambiente econômico nacional em direção ao alinhamento com as práticas mundiais. Entre vários aspectos, um muito importante, mas ainda relativamente pouco explorado, é o que diz respeito à estrutura tributária e sua incidência sobre as empresas e sobre os rendimentos pagos aos investidores como componente da tomada de decisão de captação de recursos via abertura de capital. A manutenção de uma estrutura tributária que não beneficie o investimento em ações pode dificultar o estabelecimento do mercado de capitais como opção de captação de recursos pelas empresas.

O aumento acentuado no número de IPO's (*Initial Public Offering*) verificado na Bovespa recentemente [passando de 1 por ano entre 1994 e 2003 para 7 em 2004, 9 em 2005, 26 em 2006 e 9 apenas nos dois primeiros meses de 2007, conforme apresentado em Bovespa (2007), e estimado em cerca de 60 ao longo de 2007 de acordo com Niero (2007)]

contribui para acentuar a relevância do tema. Para abertura de capital na Bovespa, principalmente a partir das novas regras de segmentação que criaram o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2, as companhias passaram a ter que adotar modelos padronizados de governança corporativa que contemplem maior grau de supervisão sobre as decisões estratégicas e maior detalhamento das informações financeiras à medida que se proponham a elevar sua qualificação em relação às práticas de governança corporativa. Dada essa realidade, tem-se como premissa que quanto maiores forem os estímulos à abertura de capital, maiores serão as possibilidades de desenvolvimento e implantação dos modelos padronizados de governança corporativa no Brasil. Uma vez instituída a dinâmica de captação de recursos via IPO, é importante que os impactos provocados pelas novas práticas de governança sobre a ótica da tributação sejam devidamente avaliados e considerados na tomada de decisão de abertura de capital.

Nesse sentido, o presente trabalho se propõe a retomar as discussões relativas às diferenças socioinstitucionais que impactam os modelos de governança corporativa no Brasil e nos Estados Unidos e que tenham impacto na decisão de abertura de capital. A partir dessa perspectiva, pretende-se incorporar a discussão acerca das diferenças entre a estrutura tributária brasileira e norte-americana a fim de desenvolver uma análise da maneira pela qual se relaciona a questão tributária como fator de indução ou de desestímulo à abertura de capital e à conseqüente adoção dos modelos padronizados de governança corporativa.

Analizando, comparativamente ao caso norte-americano, a estrutura e a forma de incidência do sistema tributário brasileiro, a dissertação pretende avaliar de que modo este último atua como incentivo ou desincentivo à captação de recursos via abertura de capital das companhias. Em última instância, dadas as exigências de estruturas de governança padronizadas impostas pelas novas classificações da Bovespa para realização da abertura de capital no Brasil, propõe-se avaliar se o sistema tributário brasileiro estimula ou não a implantação dessas estruturas.

Para tanto, é necessário caracterizar as diferenças socioinstitucionais brasileiras e norte-americanas que, em alguma medida, impactam nos modelos de governança corporativa. À luz dessa caracterização e do entendimento da trajetória dos modelos de

governança dos dois países, a dissertação desenvolve uma análise da relação existente entre sistema tributário e governança corporativa no tocante a:

1. Complexidades do sistema tributário brasileiro que possam desestimular maior exposição das informações financeiras da companhia pela redução das oportunidades de elisão ou exposição fiscal;
2. Tributação dos rendimentos provenientes do investimento em ações como fator de estímulo à propensão ao investimento em renda variável pela pessoa física, a fim de analisar em que aspectos a estrutura tributária colabora para a maior demanda por ações, em comparação com a tributação da renda fixa;
3. Tributação da pessoa jurídica, quando da remuneração de investimento aos acionistas como forma de afetar a acumulação interna da empresa e, conseqüentemente, a alavancagem. Dessa forma, procura-se entender em que medida o estímulo ao pagamento de remuneração ao capital com tributação reduzida (caso dos Juros Sobre o Patrimônio Líquido), comparativamente à Distribuição de Dividendos, pode estimular a abertura de capital à proporção que torna a empresa menos líquida, estimulando a captação de recursos via mercado de capitais;
4. Incentivos fiscais podem estimular a aplicação em renda variável, aumentando a liquidez do mercado e facilitando o processo de abertura de capital pelas empresas;
5. Investidores institucionais e o debate legal do Imposto de Renda para os fundos de pensão. Ou seja, em que proporção a estrutura de tributação estimula a formação de poupança de longo prazo disponível à aplicação no mercado acionário;
6. Limites à aplicação em ações pelos investidores institucionais, bem como a limitação para investimentos fora do país.

Além desta introdução, o trabalho apresenta um capítulo com a análise dos padrões de governança mais utilizados nos países anglo-saxões e a realidade brasileira,

relacionando-os com as características socioinstitucionais e econômicas que lhes dão origem. Nesse capítulo, busca-se determinar as características relativas à governança corporativa que impactam no processo de abertura de capital, bem como suas influências sobre a própria decisão de captação de recursos por essa via.

O terceiro capítulo discute as características principais da estrutura tributária brasileira comparada à norte-americana e analisa os impactos das diferenças sobre a propensão à abertura de capital. A conclusão sintetiza os resultados da pesquisa sobre as características tributárias e a propensão à captação de recursos via mercado de capitais e desenvolvimento dos modelos de governança corporativa.

Capítulo I – Padrões de Governança Corporativa: o modelo anglo-saxão, a realidade brasileira e a decisão de abertura de capital

1.1 – Considerações Teóricas sobre Governança Corporativa

Becht, Bolton & Röell (2002, p. 10) destacam que, seis fatores foram importantes para aumentar a relevância do tema governança corporativa (GC): a) as privatizações promovidas ao longo das duas últimas décadas; b) a reforma dos fundos de pensão e o crescimento da poupança privada; c) a onda de *take-overs* na década de 1980; d) a desregulamentação e a maior integração dos mercados de capitais; e) a Crise Asiática de 1998, que ensejou uma maior preocupação acerca da governança corporativa em países menos desenvolvidos; e) a série de escândalos e fracassos empresariais nos Estados Unidos no início dessa década.

Babic (2003, p. 1) citado por De Paula (2003) lembra que, o estudo da GC envolve problemas relativos à tomada de decisões empresariais, liderança, teoria de organização e a sociologia de elites, além do marco legal e regulatório de cada país. Também relevante para esse estudo é a conhecida definição elaborada por Shleifer & Vishny (1996, p. 2), segundo a qual GC lida com os meios pelos quais os fornecedores de recursos financeiros para as empresas asseguram que haja retorno de seu investimento.

Nesse contexto, ganha força a questão do conflito de agência, que, segundo Siffert Fo. (1999, p. 4), lida com relações bilaterais entre um indivíduo (o principal) e um outro (o agente), na qual três condições necessárias se fazem presentes: a) o agente pode adotar vários comportamentos possíveis. Numa empresa, por exemplo, os gerentes são aqueles que, efetivamente, detêm o controle sobre os ativos, podendo empregá-los de distintas maneiras; b) a ação dos agentes (administradores) afeta não apenas seu próprio bem-estar, por meio da estabilidade profissional e do crescimento da empresa, mas também o do principal (acionistas controladores), por intermédio da valorização das ações e dos dividendos; c) as ações do agente dificilmente são observáveis pelo principal, havendo assimetria de informações entre as partes.

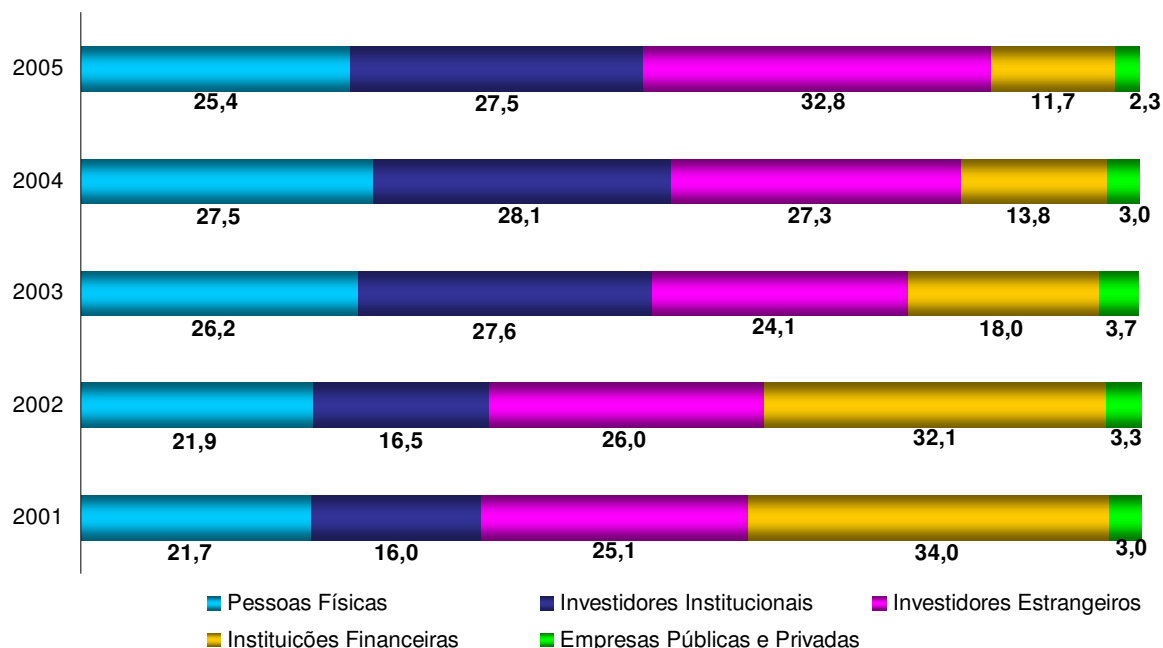
De Paula (2003) mostra que, na maioria dos casos de propriedade concentrada, não existe separação entre propriedade e gestão. Este é o padrão predominante observado nas economias latino-americanas, nas quais grandes empresas de capital doméstico são quase sempre controladas por famílias. Quando o acionista é suficientemente relevante para influenciar diretamente o controle da empresa, ele também possui incentivos para diminuir o retorno dos investimentos minoritários (Valadares, 2002, p. 277). Portanto, na América Latina, o conflito típico de GC não é entre os acionistas e os gerentes, mas entre os acionistas majoritários (que, em muitos casos, acabam acumulando as funções de gestão também) e os acionistas minoritários. Esse problema é geralmente denominado de conflito de expropriação (Oman, 2001, p. 16). Isso possui um impacto negativo sobre o mercado de capitais, uma vez que desestimula a captação de recursos junto a potenciais acionistas minoritários. Por conseguinte, os mecanismos de GC deveriam buscar evitar que os acionistas majoritários utilizem a empresa em proveito próprio à custa dos interesses dos acionistas minoritários.

Além da dimensão empresarial, o Banco Mundial enfatiza também a dimensão das políticas públicas. Nesse sentido, GC também se relaciona à criação de condições para a sobrevivência e o desenvolvimento das empresas, bem como à pressão exercida sobre elas. Babic (2003, p. 4) resume esse argumento ao enfatizar que, o papel das políticas públicas seria disciplinar as companhias e, simultaneamente, estimulá-las a minimizar as diferenças entre os interesses privados e coletivos. Além dessas, há a questão da *path dependence*, pela qual as condições históricas iniciais são determinantes nas estruturas de GC que prevalecem na atualidade. Portanto, não se pode deixar de considerar a história de um país, suas tradições legais, políticas e sociais no debate acerca da GC.

O Gráfico 1 mostra que, a partir de 2003, os investidores institucionais e estrangeiros têm aumentado significativamente sua participação nos volumes negociados de mercado de ações brasileiro (Bovespa). Esse movimento explicita o aumento da profissionalização e internacionalização dos compradores de ações de empresas brasileiras, indicando uma tendência de continuidade nos ajustes das relações dessas empresas com o mercado. Paralelamente, mostra-se evidente a necessidade de maior alinhamento em

relação ao padrão internacional de governança corporativa para as empresas de capital fechado que pretendam captar recursos via IPO.

Gráfico 1
Participação dos Investidores no Volume Total Negociado por Ano
na Bovespa entre 2001 e 2005 (%)



Fonte: www.bovespa.com.br

Corrêa (1999) mostrou que, a entrada de investidores institucionais internacionais em empresas de mercados emergentes tem orientado constantemente a padronização dos modelos de GC, com o objetivo de tornar o investimento menos inseguro. Por padronização dos modelos de GC entende-se a implantação de estruturas de controle, supervisão e validação pré-definidas, que visem a dar maior segurança aos acionistas minoritários, principalmente por meio de características como: constituição de Conselho de Administração com participação de membros independentes e capazes de criticar decisões estratégicas; Comitê de Auditoria responsável pela validação das informações contábeis e garantia do correto atendimento às questões legais e tributárias; e processos, agendas e

estruturas de informes financeiros regulares ao mercado. A partir dessas três características básicas, busca-se:

- 1- “Policar” as decisões dos CEO’s para que se mantenham estrategicamente alinhadas com a geração de valor para todos os acionistas (e não só para os controladores);
- 2- Garantir o correto tratamento legal no tocante aos aspectos contábeis e tributários, evitando a exposição excessiva a riscos e formação de passivos que comprometam o patrimônio da empresa;
- 3- Apresentar as informações de resultados financeiros, mutações patrimoniais e geração de caixa em períodos constantes e em estruturas mais detalhadas, de forma a facilitar a avaliação do desempenho da empresa e possibilitar a comparação com concorrentes.

Outro fator que impulsiona iniciativas em favor da incorporação de estruturas de governança padronizadas e adaptadas aos mercados, refere-se ao interesse de possibilitar maior pulverização do mercado de capitais nos países emergentes, pois, para que se consiga persuadir investidores de pequeno porte a manter ações de empresas por maior período de tempo é necessário demonstrar respeito aos direitos dos minoritários e estabilidade no relacionamento da corporação com esses acionistas. Nesse sentido, a Bovespa estabeleceu em dezembro de 2000 o Novo Mercado, segmento especial de listagem destinado à negociação de ações de empresas que adotem, voluntariamente, práticas de GC adicionais às exigidas pela legislação. Além das três características básicas já apontadas, as companhias do Novo Mercado devem emitir apenas ações ordinárias e assumir compromisso de não emitir ações preferenciais no futuro.

Santana (2001) explica que, mudanças dessa magnitude na estrutura de capital das empresas – embora seja perfeitamente possível para empresas que estejam abrindo seu capital – não são simples para as companhias já listadas na Bovespa, muitas delas com 50% do capital representados por ações preferenciais. Para permitir a evolução dessas companhias em direção ao patamar de GC demandado pelo mercado, foram criados os níveis diferenciados de governança 1 e 2. O nível 1 procura garantir maior transparência na

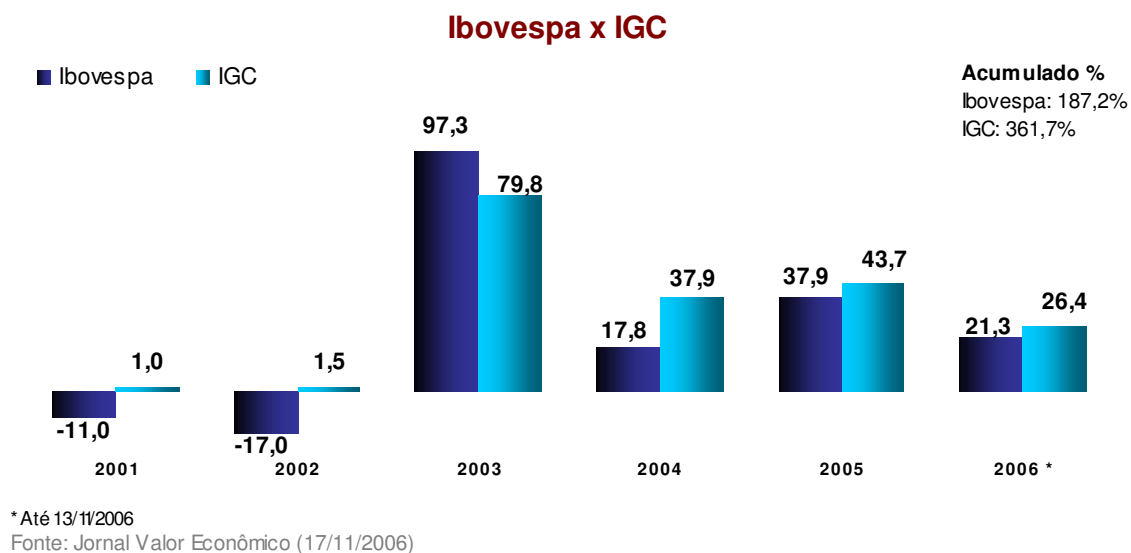
divulgação de informações e o nível 2 exige todas as obrigações previstas para o Novo Mercado, porém com a possibilidade de manutenção das ações preferenciais. A partir de 2002, a quase totalidade dos IPO's foram no Novo Mercado.

Silveira (2006) desenvolveu estudo de caso com as 15 principais empresas abertas de controle familiar, consideradas exemplos de destaque em termos de práticas de governança no Brasil, e comparou suas informações financeiras com as medianas do conjunto das 349 empresas listadas na Bovespa com alguma liquidez em 2005. A conclusão do estudo foi de que “(...) há uma correlação positiva relevante e significativa entre a qualidade de governança corporativa dessas empresas e seu sucesso operacional e no mercado”.

A crença de que o aperfeiçoamento e implementação prática de ferramentas de governança mais padronizadas e rigorosas em relação aos direitos dos minoritários possam ajudar as corporações a conseguir resultados financeiros e valorização de suas ações acima da média de seus setores levou à criação de carteiras de índices em várias bolsas de valores do mundo. Essas carteiras objetivam monitorar os resultados de empresas que empregam tais práticas, a fim de facilitar o acompanhamento e aquisição de ações por investidores interessados em operar especificamente com esse tipo de papel.

Estudo recentemente desenvolvido pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) mostra diferenças relevantes em relação à performance dos índices com ações compostos por papéis variados e índices compostos por papéis, cujas companhias assumiram padrões mais elevados de GC. O Gráfico 2 mostra que, o Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC) da Bovespa, que reúne empresas que assumiram compromissos adicionais aos exigidos pela legislação, apresentou valorização acumulada de 361,7% desde que foi criado, em 2001, mais de duas vezes acima da variação do Ibovespa no mesmo período (187,2%).

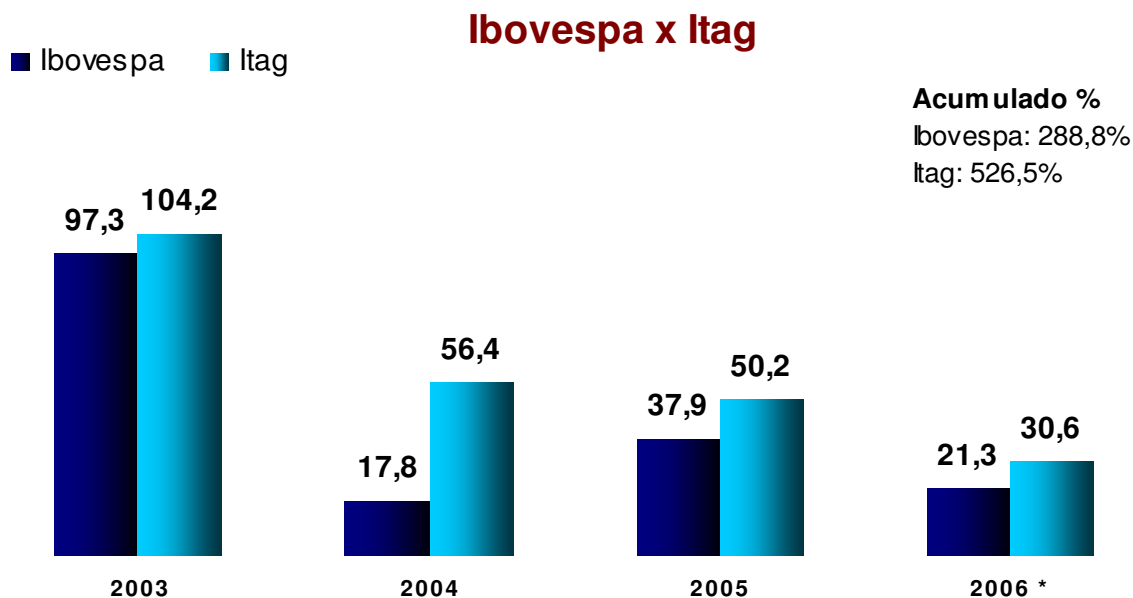
Gráfico 2
Comparação entre Valorização do Ibovespa versus IGC (2001 a 2006)



Um outro compromisso de governança corporativa muito valorizado pelo mercado é a concessão de *tag along* (prêmio de controle). Este instrumento assegura aos acionistas minoritários o direito de receber por suas ações o mesmo valor ou pelo menos 80%, do valor que o controlador receberá em caso de venda da empresa. O índice de *Tag Along* (Itag), apresentado pelo Gráfico 3 (abaixo), valorizou-se 526,5% desde 2003, em comparação a 288,8% do Ibovespa.

Gráfico 3

Comparação entre Valorização do Ibovespa versus Itag (2003 a 2006)



* Até 13/11/2006

Fonte: Jornal Valor Econômico (17/11/2006)

Essas comparações mostram a maior demanda, e conseqüente maior valorização, das ações de empresas que adotem modelos de governança padronizados que busquem: alinhamento das decisões estratégicas em direção à geração de valor para os acionistas; maior transparência na demonstração dos resultados financeiros e rigor no cumprimento das obrigações fiscais e legais do negócio. Os benefícios da aplicação desses modelos padronizados viriam da redução das incertezas por parte dos acionistas minoritários, à medida que se sintam mais confortáveis quanto à orientação da condução da empresa na direção de seus interesses.

Todavia, Bridger (2006) apresenta uma coletânea de estudos que utilizaram índices de governança corporativa em anos recentes e os relacionaram com o valor corporativo, retorno de ações, e desempenho operacional das firmas. A metodologia reafirma a relação positiva entre práticas de governança e valor de mercado, porém as relações entre desempenho operacional e retornos de ações e práticas de governança não se mostraram tão

claras. Esse tipo de constatação indica que pode haver componentes subjetivos na avaliação dos preços das ações em função da percepção de maior segurança que a adoção de práticas de governança corporativa confere aos investidores. Nesse sentido, percebe-se também a existência de trabalhos que defendem que apenas a adoção de práticas de governança não garante retornos superiores.

No caso brasileiro, em que o patrimônio das empresas com capital aberto representa uma participação ainda pequena em relação ao PIB (Produto Interno Bruto) se comparado a outros países, uma questão anterior ao estudo dos benefícios da governança corporativa para o mercado de ações é o estudo dos determinantes da decisão de abertura de capital. Esse entendimento decorre do fato de que a adoção dos modelos padronizados de governança corporativa ocorra, em sua forma plena, mais freqüentemente em empresas de capital aberto. Por esse princípio, a abertura de capital apresenta-se como uma forma de estímulo à padronização da governança.

Nesse contexto, as especificidades das estruturas sociais e institucionais podem impactar fortemente a orientação das empresas acerca da forma de captação de recursos e da estruturação da governança corporativa necessárias para respaldar a alavancagem. Características nacionais destoantes das práticas internacionais podem contribuir para o desenvolvimento de formas de captação de recursos que não a abertura de capital, reduzindo a liquidez do mercado de ações e a busca pela implementação de estruturas padronizadas de governança corporativa.

Nesse sentido, Mayer e Whittington (1999) desenvolveram estudo mostrando que, apesar de haver uma tendência de convergência nas práticas de gestão mundiais, existem pressões tanto para reconciliar tais práticas com a realidade das instituições nacionais quanto para promover alterações nas instituições nacionais em direção ao padrão internacional. Essas pressões contemplam esforços como: o ajuste da composição dos Conselhos de Administração às características de gestão familiar; alinhamento das práticas de contabilidade em direção a um padrão internacional; convergência das estruturas tributárias para formatos considerados mais adequados em uma realidade de capitalismo globalizado; entre outros.

Em empresas com gestão familiar a tomada de decisão é tradicionalmente concentrada nos executivos membros da família controladora. Nesses casos, pode haver afastamento em relação ao padrão de Conselho de Administração independente, definido nos modelos padronizados de governança corporativa para empresas de capital aberto. Isto posto, tem-se buscado ajustar essa situação mesclando participação no Conselho de Administração para que haja membros executivos independentes e pessoas da família controladora em igual condição de voto. Dessa forma, busca-se manter a *expertise* desenvolvida pelos gestores ao longo de vários anos à frente do negócio, muitas vezes fundadores ou segunda geração de controle, sem abrir mão da orientação estratégica do negócio para a geração de valor para todos os acionistas.

Diferenças nas práticas contábeis entre os países podem representar avaliações completamente distintas acerca do desempenho da empresa. Isso decorre dos impactos que as variações nos conceitos podem trazer para os investidores internacionais ao avaliarem informações financeiras das empresas de diferentes países. De maneira análoga, estratégias sobre a forma de condução do negócio podem divergir em função da forma como as informações contábeis são registradas e consolidadas.

Um exemplo simples para ilustrar essa realidade e facilitar a compreensão é o reconhecimento de receitas no BR GAAP (normas contábeis brasileiras) em comparação com o IFRS (normas contábeis internacionais). Com o advento da estabilidade monetária no Brasil, as empresas varejistas elevaram substantivamente a participação da venda a crédito em suas receitas, aumentando a quantidade de parcelas das vendas a prazo e incorporando juros ao preço das mercadorias, que se tornou componente importante da rentabilidade dessas empresas. Em termos do BR GAAP, o valor total das parcelas é contabilizado como Receita Operacional, incorporando os juros à margem e à geração operacional de caixa das empresas. Porém, em IFRS, há que se registrar a Receita Operacional descapitalizando as parcelas a valor presente e registrando os juros como Receitas Financeiras, que não compõem a geração operacional de caixa da empresa. Uma vez que a prática internacional faz o *valuation* de empresas comerciais por meio de um múltiplo de EBITDA (*earnings before interest tax depreciation and amortization*, ou seja, a geração operacional de caixa), a conclusão é de que as empresas têm valor de mercado

diferente quando calculado em BR GAAP em comparação ao IFRS. No exemplo citado, como as Receitas Financeiras não seriam tratadas como operacionais para o IFRS, uma avaliação via múltiplo de Ebitda concluiria que a empresa teria um valor de mercado menor que o cálculo feito sob BR GAAP, impactando na precificação de suas ações, em caso de decisão de abertura de capital.

O alinhamento da estrutura tributária em direção ao padrão internacional também é uma convergência importante para o fortalecimento do mercado de capitais e dos padrões de governança corporativa, à medida que proporciona condições mais equilibradas de estímulo à abertura de capital na comparação dos cenários encontrados por empresas similares em diferentes países. O cenário presente na realidade norte-americana e na maioria dos países considerados desenvolvidos contempla forte estímulo ao rigor e conservadorismo no cumprimento da legislação tributária, o que acaba por definir uma prática generalizada das empresas que operam nesses mercados. Também são características importantes: a forma de incidência da tributação sobre os rendimentos e lucros das empresas; a regulamentação acerca da distribuição desses lucros aos acionistas; a tributação sofrida por esses últimos ao receberem o retorno de seus investimentos no mercado de capitais; os benefícios tributários direcionados ao investidor disposto a correr maiores riscos no mercado de capitais em relação à aplicação em renda fixa; dentre outros.

A estrutura tributária e a forma de gerenciamento das empresas em relação a ela podem ter efeitos determinantes sobre a decisão de abertura de capital e adoção de modelos padronizados de governança corporativa no Brasil. Porém, acredita-se que essa tem sido uma rota pouco explorada pelos autores dedicados ao tema.

Para que os modelos padronizados de governança corporativa possam ser mais amplamente empregados e contribuir para que se tenha uma trajetória de construção contínua de valor pela empresa, é necessário um ajustamento entre as realidades enfrentadas pela firma em seu ambiente socioinstitucional e o perfil de comportamento que o novo padrão de governança pressupõe que seja implantado. Caso haja um descasamento entre essas duas realidades, ou seja, se a nova estrutura de governança trouxer impactos expressivos nos resultados da empresa, a implantação do modelo de governança padronizado pode não ocorrer e, conseqüentemente, a abertura de capital também não. Ou

ainda, se houver a implantação do modelo padrão de governança sem a devida análise dos impactos provocados no gerenciamento das questões tributárias, ao invés de agregar valor pode prejudicar os resultados perseguidos pela corporação.

As características socioinstitucionais, dentre elas as relativas à estrutura tributária, levadas em consideração para a construção do modelo padrão de governança corporativa, concentra-se na experiência de países desenvolvidos. Dentre essas experiências, tem-se em particular a dos Estados Unidos e Inglaterra, o que está longe de se constituir regra estrutural aplicável à realidade brasileira. O estudo das necessidades de mudança no comportamento corporativo frente às questões tributárias, impostas por modificações trazidas pelo modelo padrão de governança, pressupõe o entendimento das relações que fundamentaram o modelo de governança que está sendo substituído.

1.2 – Padrões de Governança Corporativa e suas Determinantes Estruturais

Uma parte significativa da literatura sobre as diferenças entre os modelos de governança corporativa compara empresas em países distintos, buscando avaliar se a diferença na proteção ao investidor em diferentes ambientes contratuais acarreta uma maior concentração da estrutura de propriedade ou melhores práticas de governança. Esta abordagem, desenvolvida por La Porta *et al.* (1998), parte da hipótese de que o elemento decisivo para explicar as diferenças entre os sistemas de governança corporativa dos países é o grau de proteção legal oferecido aos investidores contra a expropriação da sua riqueza pelos executivos e/ou controladores das empresas. Sob esta perspectiva, denominada de abordagem legal para a governança corporativa, a estrutura de propriedade das empresas e, conseqüentemente, seu modelo de governança, são uma resposta de equilíbrio ao ambiente legal onde as empresas operam. Silveira (2004) cita outros estudos como os de La Porta *et al.* (1999 e 2000), Claessens *et al.* (2002) e Beck *et al.* (2001), que analisam a relação entre finanças e proteção legal aos investidores, sugerindo que as diferenças nas leis e na garantia de sua aplicação entre os países causam diferenças na estrutura de propriedade, política de

dividendos, disponibilidade de recursos externos e valorização dos papéis das empresas pelo mercado.

Himmelberg *et al.* (1999, 2001) explica que a proteção ao investidor, além de possuir um componente externo relacionado ao ambiente legal onde a empresa está inserida (proteção legal), possui um componente interno relacionado ao tipo de atividade empreendida e a outras características da companhia (proteção endógena). Segundo os autores, a proteção ao investidor se refere “(...) às características do ambiente legal, institucional e regulador e às características de empresas ou projetos que facilitam a realização de contratos financeiros entre *insiders* (gestores e/ou acionistas controladores) e investidores externos”. Sob esta ótica, portanto, é possível que empresas em um mesmo país ofereçam diferentes níveis de proteção aos investidores, devido às suas especificidades operacionais e aos diferentes interesses das companhias pela governança corporativa.

No caso brasileiro, essa realidade é facilmente comprovada quando se compara as estruturas de governança das empresas abertas, atuantes na captação de recursos no mercado de capitais, em relação às empresas fechadas. Em geral, as primeiras têm uma preocupação muito mais acentuada em divulgar Demonstrações Financeiras, Fatos Relevantes e novas estratégias de mercado, a fim de se mostrarem dinâmicas em seus setores, responsáveis fiscalmente, comprometidas com o crescimento do negócio e com a rentabilidade e valorização de suas ações.

Assim, quanto mais intensa for a busca de financiamento por intermédio da captação de recursos no mercado de capitais maior será a preocupação das empresas em estabelecer uma imagem de forte adesão ao modelo padronizado de governança corporativa. Nesse sentido, empresas que tenham intenção de realizar IPO são obrigadas a se estruturar para que consigam se adequar à nova realidade que o modelo padrão de governança estabelece.

Tendo em vista as variáveis exógenas e endógenas a que estão sujeitas, além das pressões exercidas pelo mercado para introdução de mecanismos de supervisão da conduta dos executivos e controladores, as corporações de um país estabelecem modelos de governança corporativa típicos de seu ambiente institucional. Tais modelos se propõem a atender às necessidades regulatórias impostas pelo sistema legal do país e estabelecer um

aparato de normas e procedimentos internos que proporcionem a velocidade e a eficácia consideradas adequadas à condução dos negócios. Para se introduzir modelos de governança padronizados, cujas preocupações contemplem alinhamento de interesses entre acionistas controladores e minoritários, garantia de rigor no cumprimento da legislação tributária e normas contábeis, faz-se necessário a avaliação dos efeitos desse novo conjunto de procedimentos sobre a condução dos negócios. A partir da quantificação dos impactos financeiros e operacionais causados pelo novo modelo de governança é que são avaliados os benefícios de sua introdução e a decisão sobre a viabilidade (ou não) da abertura do capital da empresa.

Neste trabalho, concentrar-se-á no estudo do modelo Anglo-Saxão de governança corporativa, o qual instituiu o padrão mais difundido internacionalmente, para, a partir da correlação entre as características socioinstitucionais que estruturam esse modelo, traçar um paralelo com a realidade brasileira. Por meio desse paralelo, busca-se avaliar inicialmente como as características dos dois modelos interferem na decisão de abertura de capital. Mais adiante, ao incorporar a comparação entre as estruturas tributárias a que as empresas brasileiras e norte-americanas estão sujeitas, busca-se analisar de que forma o sistema tributário brasileiro estimula ou desestimula a abertura de capital e implantação dos modelos de governança padronizados.

1.3 – O Modelo Anglo-Saxão, a Origem do Padrão

Características Estruturais

Sem a pretensão de esgotar todas as variáveis e atributos possíveis, procurou-se relacionar características estruturais, tanto socioinstitucionais quanto econômicas, que contribuíram para a construção do chamado modelo de governança corporativa anglo-saxão. Essas características se mostraram fundamentais para a compreensão do relacionamento entre a estrutura de governança desenvolvida nesses países e os objetivos de proteção aos interesses dos investidores e *stakeholders*. Tal preocupação por parte das corporações evidencia a relação direta entre a consolidação dessas estruturas de governança

e a necessidade crescente de captação de recursos no mercado financeiro através, dentre outras formas, da emissão de ações.

Perfil da Estrutura Societária Predominante

Nas empresas anglo-saxônicas, devido à elevada maturidade do mercado de capital e maior facilidade de captação de recursos via emissão de ações, prevalecem estruturas societárias de capital aberto. A composição acionária dessas corporações é, em sua grande maioria, feita de empresas cujo capital é fortemente pulverizado. Coffee Jr, citado por Silva (2006), apresenta estimativa de que 2/3 dos recursos que compõem as sociedades anônimas norte-americanas são de investidores não identificáveis, mas que essa realidade é uma característica aplicável essencialmente aos Estados Unidos e Grã-Bretanha. Nestes países, em função da elevada liquidez do mercado acionário, é menos comum a concentração de ações em poder de poucos controladores.

A elevada liquidez dos mercados acionários anglo-saxões torna-se um fator estrutural importante da decisão de abertura de capital, pois possibilita a estratégia de fundos *private equity* que comprem participação em empresas fechadas com potencial de valorização e usam o IPO para realizar os ganhos e sair do negócio.

A venda de participação é uma alternativa utilizada também para os investidores que pretendem continuar no negócio após a abertura. Para esses, o IPO é utilizado como forma de capitalização para o financiamento da expansão do negócio e/ou redução de suas posições na companhia. A diminuição de participação pode ser feita tanto vendendo parte de suas ações, chamada de emissão secundária, ou apenas por meio da não-aquisição de novas ações quando da abertura.

La Porta, Shleifer, Silanes & Vishny (1998) em estudo sobre os fatores que influenciam a concentração de propriedade argumentam que, uma outra característica que propicia a pulverização do controle é o fato de não haver distinção entre tipos de ações, ou seja, no modelo *common stocks* não existe a figura de ações preferenciais (sem direito a voto). Na estrutura *common stocks*, a participação no controle da empresa é proporcional à participação no capital social da firma, o que colabora para evitar que os internos (entenda-se controladores) exerçam o controle sem que detenham substancial participação no capital

total da empresa. Isso faz com que acionistas controladores, caso queiram manter suas participações acionárias, tenham que investir na empresa a cada captação de recursos via emissão de novas ações. Como o crescimento do negócio, em muitos casos, eleva a necessidade de financiamento via emissão ações, a tendência caminha no sentido da maior pulverização.

Ferreira (2005) explica que, a abertura de capital com pulverização de ações é um processo bastante comum nas estratégias corporativas empregadas nos Estados Unidos. Segundo a autora, a popularização da captação de recursos via IPO faz com que muitas empresas já iniciem suas operações buscando adotar padrões de governança que atendam às demandas de empresas abertas. Entende-se, portanto, que a elevada liquidez e o fato de a pulverização de controle ser comum, fazem com que a decisão de abertura de capital, muitas vezes, seja tomada mesmo antes do início das atividades da companhia.

Características da Gestão

Dada a pulverização do controle acionário das corporações, a gestão fica notadamente a cargo de CEO's profissionais, contratados no mercado. Tais executivos têm, em geral, liberdade para compor seus quadros diretivos, o que, em muitos casos, institui certa lealdade desses profissionais para com o próprio executivo principal (Monks, 2001). Essa possibilidade de geração de vínculo de lealdade proporciona a criação do tradicional problema de agência entre executivos e acionistas.

Shleifer e Vishny (1997) definem, resumidamente, que o conflito clássico de agência que se estabelece é: “(...) como garantir aos investidores que seus recursos sejam aplicados atendendo aos seus interesses?” e não quaisquer outros interesses dos executivos contratados para gerir o negócio. Conforme já exposto anteriormente, a implementação original dos modelos padronizados de governança corporativa foi desenvolvida, em grande medida, para discutir os problemas de agência encontrados nas corporações anglo-saxônicas. No tocante ao processo de contratação de executivos, devido à menor ocorrência de influência de acionistas controladores, não há uma tradição de indicação de profissionais por parte desses agentes.

Quanto ao acompanhamento da gestão, Malieni (2005) destaca o esforço dos modelos padrões de governança em compor os Conselhos de Administração via contratação de conselheiros independentes, classificados na literatura como “(...) instrumentos que possibilitam o monitoramento mais agressivo das ações tomadas pelos executivos em direção aos interesses dos acionistas”. Esse raciocínio se baseia, entre outros aspectos, no fato de os conselheiros independentes não formarem o corpo gerencial e por não estarem sujeitos aos vieses do sucesso passado e da cultura organizacional, pois possuem condições de ajudar a gerência por meio de diferentes perspectivas sobre os problemas enfrentados pela empresa (Male, 2001, p.186). Nas regras de “boas práticas” de governança anglo-saxônicas existem orientações inclusive sobre o processo de contratação dos conselheiros, com o objetivo de garantir a independência destes em relação aos executivos.

Características Regulatórias

Devido principalmente ao problema de agência, vários esforços foram empreendidos no sentido de instituir estruturas regulatórias que garantissem o respeito aos interesses dos investidores, a fim de se manter a atratividade e possibilitar o crescimento do mercado de capitais.

Como já mencionado, a instituição das práticas de governança corporativa teve sua origem na tentativa de controlar a atuação de executivos, garantindo que o foco do empreendimento se mantivesse na geração de valor para o acionista. A estrutura anglo-saxônica de governança corporativa é basicamente composta por:

1. Conselho de Administração, responsável por avaliar e criticar a tomada de decisão estratégica da firma;
2. Comitê de Auditoria, responsável pela checagem e validação das informações contábeis da empresa, garantindo o correto cumprimento das obrigações legais, fiscais e tributárias da empresa;
3. Estruturas de *disclosure*, responsáveis por manter informes financeiros, e, eventualmente, técnicos regulares ao mercado, além de tratar do relacionamento com investidores (Aguiar, 2005).

A promulgação da Lei Sarbanes-Oxley (Sox) em 2002 normatizou, de maneira muito objetiva, os procedimentos e controles necessários ao cumprimento da legislação no tocante às obrigações fiscais e tributárias (Malieni, 2005). Além disso, o autor esclarece que um dos objetivos principais da Sarbanes-Oxley foi formalizar a autoridade dos executivos de empresas de capital aberto sobre as demonstrações financeiras, não apenas para a Bolsa de Valores Americana, mas sim para a comunidade financeira e, principalmente, para os acionistas. Sua implantação tem dois focos de atuação: conformidade dos atos às leis vigentes e elevação da qualidade do sistema de controles internos.

A maior regulamentação imposta pela Sarbanes-Oxley criou condições para que os investidores se sintam mais protegidos em relação à ética e qualidade das operações conduzidas no âmbito das empresas nas quais mantêm seus investimentos. Nesse sentido, La Porta, Shleifer, Silanes & Vishny (1998) fundamentam seu entendimento a respeito da importância do grau de proteção oferecido pelos sistemas legais aos acionistas, considerado pelos autores como uma das principais fontes para a dispersão da propriedade, que é uma característica marcante do modelo anglo-saxão de estrutura de capital e, portanto, da estrutura de governança corporativa.

Uma característica da estrutura do mercado de capitais, que se torna uma questão regulatória exógena, é o fato de que a maior liquidez das ações da empresa no mercado proporciona maior risco de *take over* hostil. Isso tem forçado os CEO's a se empenharem em estabelecer rotinas de *disclosure* mais eficazes e em consonância com as expectativas dos investidores. O atendimento de demandas de informação de acionistas e potenciais investidores proporciona percepção de maior clareza na condução da empresa e permite o acompanhamento mais pontual do desempenho e tendências do negócio.

Fatores Macroeconômicos

Condição de financiamento mais favorável ao desenvolvimento do negócio é um dos principais fatores para a abertura de capital de uma empresa. Com a emissão de ações, os empreendedores podem partilhar com outros investidores os riscos de um negócio,

criando condições para financiamento do crescimento, cuja contrapartida deverá ser feita via distribuição de dividendos gerados pelos resultados do empreendimento.

Para atrair investidores interessados em aplicar capital num negócio, há que se demonstrar capacidade de geração futura de lucro suficiente para pagar o retorno que o capital teria caso fosse aplicado em títulos de renda fixa e, adicionalmente, gerar retorno capaz de remunerar o risco inerente ao mercado em que se opera. Nesse sentido, quanto maior for a estabilidade econômica de um país, menores serão as incertezas quanto ao futuro e, portanto, melhores serão as condições que investidores potenciais terão de avaliar a capacidade de geração de lucros de um empreendimento.

A estabilidade econômica e política mantida nos Estados Unidos e Inglaterra promovem um ambiente mais seguro para avaliação do potencial de um negócio, comparativamente ao ambiente encontrado em alguns países em desenvolvimento. Isso facilita o aumento da demanda por ações tanto de empresas que estão realizando IPO quanto de emissões secundárias.

Outro fator que incentiva o investimento em ações é a manutenção de taxas de juros mais baixas ao longo do tempo, pois quando os retornos financeiros da aplicação em renda fixa estão em patamares muito elevados, o prêmio de risco requerido pelos investidores não incentiva a aplicação em renda variável. Com juros mais baixos, tanto investidores institucionais quanto pessoas físicas tendem a procurar aplicações com maior risco envolvido, colaborando para a maior procura de investimentos em renda variável e maior exposição a riscos em busca de maiores remunerações. O movimento contínuo de pequenos investidores, tentando melhorar a rentabilidade de suas carteiras de investimento, colabora para o aumento da liquidez das ações negociadas, o que possibilita maiores oportunidades de captação de recursos pelas empresas.

Desenvolvimentos Recentes

Grande parte das modificações introduzidas no modelo anglo-saxão de governança nos últimos anos foi motivada pelos problemas encontrados nas demonstrações contábeis de grandes corporações americanas. Tais companhias apresentaram desvios das melhores práticas contábeis no tocante à classificação e lançamento de despesas como investimentos,

simulação de propriedade de ativos financeiros e recebíveis, entre outros, que sinalizavam aos analistas condições de liquidez e rentabilidade divergentes da realidade da companhia. Os escândalos provocados por essas descobertas levantaram suspeitas sobre a qualidade (e confiabilidade) das demonstrações financeiras apresentadas ao mercado de uma forma geral (Byrne, 2002).

Estudo desenvolvido por Zhang, Simon & Hall (2005) mostra que, a promulgação da Lei Sarbanes-Oxley teve o intuito de aumentar a consistência das informações disponibilizadas ao mercado, elevando o nível de controle exigido pelas agências regulatórias. Os controles implementados passaram a contemplar desde características bastantes operacionais como processos de apuração de tributos e registro de contingências tributárias até checagens e validações técnicas de sistemas de faturamento, registro de receitas e reconhecimento do diferimento de despesas.

A implantação efetiva de todo o aparato contido no escopo da nova lei tem provocado questionamentos sobre sua manutenção a longo prazo, devido aos altos custos de controle que impõem às empresas. Nesse sentido, existem movimentos para que se realize uma racionalização no escopo dos controles implementados, a fim de possibilitar que o objetivo de garantia de qualidade das apresentações financeiras seja compatível com o custo da estrutura de auditoria empregada.

1.4. – O Modelo Brasileiro

Características Estruturais

De maneira sucinta, Monforte (2004) caracteriza os elementos constitutivos do modelo atual de governança corporativa brasileiro pelos seguintes fatores:

1. O mercado de capitais não se desenvolveu em sua plenitude e há muito espaço para alavancagem de recursos;

2. O capital das empresas não se diluiu e o perfil de propriedade se caracteriza pela existência de núcleos de controle (grande diferença do modelo norte-americano);
3. As instituições financeiras, em função da pequena disposição de parte de boas empresas em alavancar seus balanços, não têm aqui participações expressivas no capital de empreendimentos não-financeiros (importante diferença com a realidade européia e asiática);
4. Finalmente, as empresas brasileiras bem-sucedidas, em sua grande maioria, estão atravessando um período importante de sucessão na propriedade e na gestão, os novos atores já incorporam o conhecimento e a observação sobre as várias tensões que são criadas e as enormes vantagens da busca do equilíbrio de interesse nas decisões.

O estudo das características socioinstitucionais e econômicas do Brasil, cujos reflexos aparecem no ambiente corporativo e no mercado de capitais nacional, ajuda no entendimento do modelo atual de governança e sinaliza os desafios em pauta para tornar o mercado de capitais uma fonte mais freqüente de financiamento ao crescimento das empresas nacionais.

Perfil da Estrutura Societária Predominante

Aldrighi (2005) descreve como uma característica marcante nas companhias abertas brasileiras, assim como nos demais países em desenvolvimento e na Europa continental, a elevada concentração da propriedade. La Porta *et al.* (1999) investigaram as estruturas de propriedade de grandes empresas com ações negociadas publicamente e constataram que em quase todos os países analisados, dentre eles o Brasil, preponderam empresas controladas por um número reduzido de acionistas – frequentemente um único acionista. Essa situação é estimulada pela existência de dois tipos de ações (com e sem direito a voto), criando uma assimetria entre participação no capital e controle, fazendo com que os direitos de voto via de regra excedam significativamente os direitos de fluxo de caixa. De Paula (2003) comenta que, também é comum a utilização de pirâmides na estrutura societária, nas quais *holdings* controlam *holdings*, reforçando a característica concentradora.

Onaga (2006) mostra que, 90% das companhias nacionais com capital aberto em bolsa têm um único controlador. Em média, esse dono possui 76% do capital. Carmo (2006) avalia que, “(...) é muito difícil afirmar que esse panorama vai se alterar por completo nos próximos anos. As empresas brasileiras não vão aposentar a figura do empresário poderoso de um momento para o outro”.

Cruz (2005) explica que, existem dois métodos principais para se estimar os benefícios privados de controle. O elaborado por Dyck e Zingales (2002) utiliza como base para a estimação operações de compra e venda de controle, argumentando que enquanto o preço pago por ação pelo adquirente reflete os benefícios privados de controle mais os direitos de fluxo de caixa sob a nova administração, o preço de mercado reflete apenas os benefícios de fluxo de caixa que os acionistas minoritários esperam receber sob a nova administração. A metodologia alternativa, desenvolvida por Nenova (2003), baseia-se no valor atribuído aos votos do bloco de controle, estimado numa amostra de empresas com duas classes de ações e ajustado para a probabilidade dos votos serem demandados durante uma mudança de controle, pelos custos de se manter o bloco, devido às diferenças no pagamento de dividendos e de liquidez. Tal medida seria uma aproximação para os benefícios privados de controle e sua lógica está na intuição de que o acionista controlador está disposto a pagar um prêmio para o detentor de uma ação com direito de voto num evento de troca de controle no montante do valor esperado de controle.

A metodologia de Dyck e Zingales, aplicada a uma amostra de 39 países com 412 operações de venda de controle entre 1999 e 2000, aponta para prêmios de controle variando entre - 4% e 65%, com média positiva de 14%. O Brasil possui a maior média, com 65% de prêmio de controle sobre o valor de mercado das ações. A menor média é a do Japão, com - 4%, sendo que países como Estados Unidos e Inglaterra aparecem com 2%. Observa-se que, no caso brasileiro, em que há duas classes de ações, a legislação relativa à proteção dos acionistas minoritários está menos desenvolvida e a obrigatoriedade de 100% de *tag along* é restrita às ações inscritas no Novo Mercado. Assim, entende-se porque os benefícios privados de controle são tão elevados, fazendo com que os minoritários sejam usualmente expropriados.

Rogers (2004) destaca que, a grande concentração de propriedade e controle das empresas e a pouca negociabilidade desses controles e das próprias ações em bolsa são fatores importantes da pouca expressividade do mercado de capitais nacional. Outro fator é que, muitas companhias não fazem questão de que as ações reflitam o real valor de seus negócios, pois, dessa forma, os controladores podem usar o preço baixo de seus papéis para readquiri-los e fechar o capital (Vieira & Corrêa, 2002). Segundo os autores, o fechamento do capital é o risco apontado pelo mercado em consequência da estrutura concentrada.

Casos que caminhem na direção contrária, ou seja, na direção da pulverização do controle acionário, são muito raros no Brasil. Onaga (2006) explica que, o primeiro caso foi a pulverização do capital da rede de lojas de departamentos gaúcha Renner, que em 2005 vendeu 98% de suas ações na bolsa de valores. A decisão partiu da controladora JCPenney, que utilizou a fórmula de pulverização para sair do negócio. Nos 8 meses que se seguiram à pulverização as ações da empresa se valorizaram 150% contra 50% do Ibovespa. A partir daí, o valor de mercado da empresa se multiplicou ainda mais com a expansão financiada pelos recursos captados. Esse modelo de sucesso despertou o interesse de outras empresas brasileiras – como Embraer e Perdigão –, que se mostraram dispostas a seguir caminho parecido, mas ainda não se constituiu uma alteração substantiva na tendência da concentração de propriedade das empresas brasileiras.

Características da Gestão

Em função da elevada concentração de controle acionário é comum que, nas companhias brasileiras, os próprios acionistas controladores sejam os executivos principais da corporação. Ou ainda, quando o CEO da companhia é um profissional contratado no mercado, em muitos casos, a decisão de recrutamento é, em muitos casos, vinculada ao consentimento dos acionistas controladores, o que acaba mantendo forte ligação entre estes e o executivo (IBGC, 2004).

Nessa realidade, o processo de indicação de executivos pelos controladores decorre fortemente da convergência da visão e de interesses entre as duas partes, em detrimento de características estritamente técnicas, tendendo a manter a condução da empresa em consonância com os objetivos dos maiores acionistas. La Porta *et al* (1998) aponta esse

aspecto como uma das consequências da existência de duas classes de ações com direitos distintos, pois para os autores os acionistas exercem seu poder por meio da eleição dos membros dos conselhos de administração. Essa característica facilita o processo de instituição do problema de agência típico de economias sem tradição de pulverização do controle, que é a expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores.

Malieni (2005) ressalta que, o modelo brasileiro de melhores práticas de governança corporativa (IBCG, 2004) contempla a instituição do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal, responsáveis, respectivamente, por garantir o alinhamento estratégico da organização à geração de valor para os acionistas e fiscalizar o comportamento dos gestores no tocante ao cumprimento da legislação e do estatuto social da empresa. Porém, o autor ressalta que, diferentemente do verificado nas normas da Sarbanes-Oxley, não há maior preocupação formal com o processo de seleção desses conselheiros e a composição desses conselhos é, em muitos casos, decidida também pelos acionistas controladores, o que compromete o propósito de defender interesses dos minoritários.

O estudo de Zhang, Simon & Hall (2005) mostra que, a Lei Sarbanes-Oxley evidencia sua preocupação em garantir a independência de atitude por parte dos conselheiros, exigindo que as empresas divulguem por meio de suas demonstrações financeiras os critérios de seleção utilizados na escolha desses profissionais, bem como que apresentem a composição de seus comitês de auditoria. Essa constatação explicita a importância dada à necessidade de se selecionar conselheiros profissionais, com capacidade diversificada e independência de pensamento e decisão.

Nesse sentido, houve a introdução do Novo Mercado, nível mais alto de governança instituído pela Bovespa, definido como "um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometerem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e transparência adicionais em relação ao que é exigido pela legislação" (Bovespa Brasil 2006). No âmbito das regras do Novo Mercado, existe a determinação de que o Conselho de Administração seja composto por no mínimo cinco membros e mandato unificado de até dois anos, permitida a reeleição. Além disso, estabelece que no mínimo 20% dos membros deverão ser conselheiros independentes (Bovespa Brasil 2006). Dessa forma, fica evidente o esforço para se implementar o modelo

padrão de governança corporativa internacional para as empresas brasileiras com intenção de realizar a abertura de capital, ao mesmo tempo em que se busca fazer uma transição gradativa das companhias já de capital aberto em direção a esse modelo.

Apesar das dificuldades, discutidas acima, que a estrutura de capital concentrada pode trazer para a independência do Conselho Fiscal e de Administração em relação aos acionistas controladores, a instituição do comitê de auditoria (também obrigatória nos segmentos especiais de GC da Bovespa) é um fator que pode atuar a favor do processo de independência. Locatelli (2002) ressalta que, pela Sarbanes-Oxley (e também pelo padrão instituído pela CVM) a contratação e supervisão do comitê de auditoria são atribuições exclusivamente do Conselho Fiscal. Dado que as firmas de auditoria têm, por premissa, independência na condução dos trabalhos e divulgação dos resultados, e o comitê de auditoria deve manter a mesma autonomia, a autora conclui que tal vinculação deverá ampliar a independência dos auditores na mesma proporção que os comitês assumam suas responsabilidades seriamente, não as delegando ao nível gerencial das empresas, como poderia ocorrer anteriormente.

Características Regulatórias

Hart (1995) mostra que, o direito dos investidores é protegido e muitas vezes especificado pelo sistema legal. Quando os direitos dos investidores e dos credores são bem protegidos e garantidos pelos reguladores ou pelos cortes, os investidores financiam as empresas. É esperado que, uma boa e eficiente proteção para os investidores minoritários diminua os benefícios privados de controle, fazendo com que seja melhor simplesmente pagar dividendos. Dyck e Zingales (2002) e Nenova (2003) apresentam evidências empíricas que mostram que, a qualidade de proteção dos minoritários pela lei, bem como sua aplicabilidade e origem das famílias legais, explicam grande parte dos benefícios privados de controle entre os países. Desta forma, a relação entre a estrutura do sistema legal e sua qualidade com o nível de financiamento externo das empresas e poupança da economia se estabelece e gera implicações para o desenvolvimento dos mercados e da economia. Cruz (2003) argumenta que, a proteção ao investidor encoraja o desenvolvimento dos mercados à medida que os investidores protegidos de expropriação

estão mais dispostos a investir e pagar mais por instrumentos financeiros, tornando mais atrativo para as empresas a emissão de tais instrumentos.

Vieira & Corrêa (2002) destacam a necessidade de se adequar a legislação do mercado de capitais, no sentido de aproximação com a adotada pelos mercados anglo-saxões, para assegurar “boas práticas de governança corporativa”, envolvendo: maior transparência das contas das empresas, maior nível de proteção aos acionistas minoritários, legislação garantidora de que o comitê diretor tenha como objetivo principal a criação de valor para os acionistas, etc. A afirmação baseia-se em pesquisas internacionais mostrando que, ações de empresas que não adotam tais “boas práticas” sofrem descontos que variam de 25% a 30%.

Monks (2001) argumenta que, a separação entre ações e direito de voto estimula a criação de custos de agência, contribuindo para a ineficiência do poder de monitoramento dos acionistas. La Porta *et al* (1998), em seu estudo sobre os fatores que influenciam a concentração da propriedade, também criticam a emissão de ações com direitos distintos, pois defendem que os acionistas exerçam seu poder por intermédio da eleição dos membros dos Conselhos de Administração.

Caminhando em direção à convergência legal apontada como necessária pelos autores citados e no intuito de aumentar a liquidez das ações das companhias abertas brasileiras, o segmento Novo Mercado da Bovespa trouxe, como principal inovação, a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. Incorporou também preocupações como a extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*), entre outras. Isso mostra um esforço para diminuir a distorção provocada pela dissociação entre participação no capital social e direito a voto, cujos reflexos em redução da atratividade para investidores minoritários podem atuar como desestímulo ao crescimento do mercado de capitais.

Fatores Macroeconômicos

Um importante fator que dificulta o aumento da pulverização e do volume transacionado no mercado de capitais brasileiro é a manutenção de taxas de juros

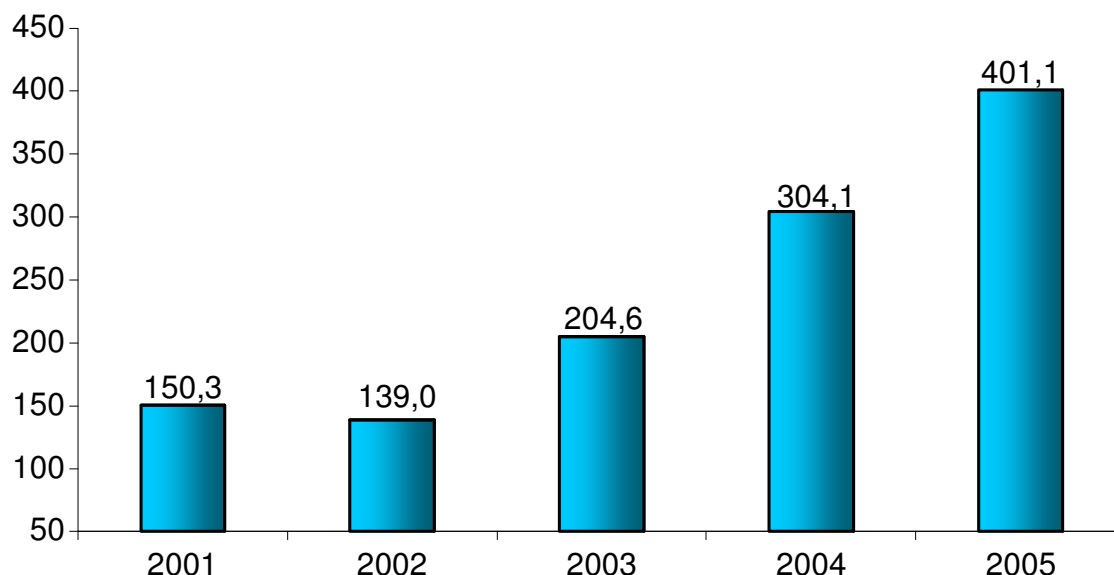
fortemente elevadas. A possibilidade de investidores aplicarem seus recursos em títulos de dívida com baixa exposição a risco e altas rentabilidades relegam a segundo plano o “apetite” pelo risco da renda variável. Vieira e Corrêa (2002) explicam que, aplicadores têm acesso a títulos públicos nacionais que rendem uma correção pós-fixada atrelada ao câmbio e à taxa SELIC. Os juros se mantêm altos devido à política macroeconômica de atrair capitais cobrindo o Risco Brasil e o Risco de Câmbio, fazendo com que a rentabilidade dos papéis brasileiros transacionados em moeda nacional seja muito maior do que a de títulos existentes nos mercados externos transacionados em moeda forte, a fim de atrair capitais em busca de aplicações mais líquidas.

Rogers (2004) mostra que, a existência de papéis mais atrativos para investidores internacionais e nacionais, afasta-os do mercado e levam as empresas nacionais a preferirem lançar ADR's (*American Depositary Receipt*). ADR's são recibos emitidos por um banco depositário norte-americano que representam ações de um emissor estrangeiro que se encontram depositadas e sob custódia deste banco. Os ADR's são cotados em dólares e gozam de maior preferência pelos investidores internacionais.

A combinação de juros elevados internamente com a possibilidade de aplicação em títulos de dívida conversíveis em ações lastreadas em dólar colaboraram para que o mercado de capitais brasileiro fosse preterido durante as décadas de 80 e 90 em relação a outras formas de investimento. Porém, nos últimos anos a partir da visualização de uma trajetória decrescente das taxas de juros, do aumento da quantidade de IPO's e das elevadas taxas de valorização do índice Bovespa, o investimento em ações tem tido uma participação cada vez maior nas carteiras de investimento. O Gráfico 4 mostra o aumento significativo do valor anual movimentado na Bovespa.

Gráfico 4

Volume Financeiro Anual Negociado na Bovespa entre 2001 e 2005 (R\$ Bilhões)



Fonte: www.bovespa.com.br

O aumento da movimentação com ações na Bovespa reflete a maior atratividade desses papéis ao investimento estrangeiro e ao capital nacional, dando indícios do gradual alinhamento das características macroeconômicas brasileiras em direção a um ambiente mais propício à abertura de capital e captação de recursos via bolsa de valores.

1.5 – Implicações das Características Socioinstitucionais Brasileiras para a Decisão de Abertura de Capital

Pelos fatores apresentados, é possível perceber esforços importantes das entidades brasileiras responsáveis pela operacionalização e regulamentação do mercado de capitais em aprimorar o arcabouço regulatório e ampliar a abrangência das obrigações de adoção dos modelos padronizados de governança para empresas em busca da abertura de capital.

Ao mesmo tempo, tais entidades se preocupam em pavimentar o caminho das corporações de capital aberto, para que adequem suas estruturas às novas exigências, procurando aproximar as condições de governança do mercado de capitais brasileiro às encontradas nos países desenvolvidos. Essa preocupação é notada também nas próprias corporações nacionais de capital aberto, que buscam maior demanda de seus títulos por investidores institucionais, além da possibilidade de maior liquidez via elevação da pulverização para pequenos investidores. Essa somatória de esforços impacta positivamente no sentido de aproximação do ambiente corporativo brasileiro aos padrões internacionais, mas, ao mesmo tempo, incorpora fatores que interferem na decisão de abertura de capital à medida que restringe o poder de ação dos acionistas controladores.

A obrigatoriedade de abertura de capital através da emissão exclusiva de ações ordinárias, além de implementação de *tag along*, reduz a possibilidade de apropriação dos ganhos privados de controle. Esse fator impacta negativamente na decisão de abertura de capital pelos atuais controladores à proporção que limita os ganhos que poderiam ser extraídos no modelo de duas classes de ações sem *tag along*.

A incorporação de gestão submetida à regulação externa e independente parece ser uma característica relevante a ser assimilada na estrutura decisória das empresas brasileiras, uma vez que a participação dos acionistas majoritários no processo de decisão é elevada. Juntamente com a maior regulação por conselheiros independentes, a incorporação do comitê de auditoria também impacta negativamente na decisão de abertura de capital por reduzir a flexibilidade e autonomia dos executivos principais no registro das informações contábeis e fiscais da empresa.

Com a maior estabilidade macroeconômica e tendência de redução das taxas de juros, a atratividade do investimento em ações tem se mostrado cada vez maior, o que tem promovido um aumento expressivo na movimentação financeira relacionada a ações. Esse aumento tem sido acompanhado pela elevação do número de empresas em busca da abertura de capital a fim de se capitalizarem com estrutura de dívida mais barata e sustentável. O sucesso logrado pelas empresas que realizaram IPO nos últimos anos tem sido um estímulo forte para promoção das adequações necessárias às estruturas de governança das empresas em busca de capitalização via abertura de capital.

As considerações acerca das características da estrutura socioinstitucional brasileira e norte-americana na composição da governança corporativa dos dois países estão resumidas no Quadro 1. Este apresenta também os possíveis impactos dessas características nas estruturas de governança corporativa das empresas brasileiras em caso de realização de IPO, bem como os efeitos desses impactos na decisão de realização da abertura de capital. O objetivo dessa análise é resumir como as modificações nas práticas de governança a serem implantadas após a abertura de capital refletem na própria decisão de realização do IPO. No capítulo seguinte, os aspectos desses reflexos são retomados, levando-se em consideração apenas o contexto tributário.

Quadro 1

Características Estruturais da GC nos EUA e Brasil e seus Efeitos na Decisão de Abertura de Capital

Variáveis	EUA	Brasil		
	Característica	Característica	Impacto em caso de realização IPO	Efeito na decisão de realizar IPO
Perfil da estrutura societária predominante	Notadamente empresas S.A. de capital aberto, com elevada frequência de controle pulverizado. Modelo <i>common law</i> , com apenas 1 tipo de ação (com direito a voto)	Grande concentração de propriedade mesmo nas empresas de capital aberto. Elevados benefícios privados de controle. Existência de dois tipos de ações (com e sem direito a voto)	Novas aberturas feitas apenas com emissão de ações ordinárias. Receios quanto à redução dos benefícios privados de controle.	Negativo
Características da Gestão	Notadamente a cargo de CEOs profissionais contratados no mercado. Ocorrência do problema clássico de agência	Elevado envolvimento dos acionistas controladores da gestão das empresas. Propício ao problema de agência entre acionistas controladores e minoritários.	Maior monitoramento pelo conselho administrativo, reduz autonomia e possibilidade de expropriação dos majoritários.	Negativo
Características Regulatórias	Estruturas regulatórias abrangentes no intuito de garantir direitos dos minoritários. Elevado detalhamento de procedimentos pela aplicação da Lei Sarbanes Oxley. Regulação também pelo mercado através do risco de <i>take over</i> hostil.	Estrutura legal de proteção aos minoritários menos desenvolvida. Instituição do Novo Mercado e Níveis 2 e 1 de GC pela Bovespa, determinando maior compromisso com modelos padronizados de governança. Menor abrangência do mercado de capitais reduz risco de <i>take over</i> hostil.	Elevação da exposição de informações financ. e corporativas. Implantação de conselho Administrativo e Fiscal. Maior rigor na aplicação das regras contábeis	Negativo
Fatores Macroeconômicos	Elevada estabilidade econômica e maior facilidade de projeções de longo prazo. Manutenção de taxas de juros baixas, incentivando aplicações de maior risco, buscando melhor rentabilidade. Tradição de investimento em renda variável	Histórico de estabilidade econômica e monetária é recente, incorporando mais riscos às projeções de longo prazo. Manutenção de taxas de juros elevadas, reduz o apetite dos investidores para a renda variável. Tradição da captação de recursos via emissão de dívida.	Ampliação das fontes de captação de recursos. Redução do custo de carregamento da dívida.	Positivo

Fonte: Elaboração Própria

Capítulo II – Características do Sistema Tributário Brasileiro: incentivos e desincentivos à abertura de capital

A análise dos resultados apresentados no Capítulo I mostra que, dentre as variáveis estruturais da Governança Corporativa que afetam a decisão de abertura de capital, as que têm relação direta com a tributação são as voltadas às Características Regulatórias. Conforme discutido, isso ocorre porque ao se adotar o modelo padrão de governança, a flexibilidade no tratamento das questões fiscais e tributárias é fortemente reduzida, se comparada à realidade de empresas de capital fechado.

No novo ambiente, o rigor do atendimento à legislação tributária exigido pela necessidade de validação das informações financeiras por auditoria externa e conselho fiscal independente, pode impactar de maneira significativa os balanços das empresas, de acordo com a maior ou menor exposição a passivos fiscais. Além disso, o fato de as informações financeiras passarem a ser mais detalhadas e disponíveis à apreciação do mercado (e das fiscalizações fazendárias), expõe mais facilmente eventuais fragilidades tributárias.

Por outro lado, em alguma medida a tributação pode apresentar relação indireta com a implantação de modelos padronizados de governança corporativa à medida que incorpore aspectos que estimulem a abertura de capital e, conseqüentemente, aumentem a necessidade de adoção desses modelos.

Partindo da necessidade de adoção do modelo padrão de governança para realização de IPO, esse capítulo analisa a relação direta entre GC e tributação, avaliando os impactos que a estrutura tributária brasileira pode representar para uma empresa, em comparação com a realidade mantendo-se a governança com capital fechado. Além disso, o capítulo explicita a relação indireta entre GC e tributação, através do estudo dos impactos que as diferenças entre a estrutura de tributária brasileira e dos Estados Unidos podem exercer, de forma a estimular ou desestimular a abertura de capital.

O desenvolvimento do mercado de capitais pode tanto ser beneficiado quanto prejudicado de acordo com as características do sistema tributário de um país. Estudo

desenvolvido pelo IBMEC (2003) expôs uma série de medidas e propostas voltadas à superação dos obstáculos de financiamento por meio dessa fonte de recursos. O estudo caracterizou como sistemas tributários que privilegiem a captação de recursos via mercado de capitais os que contemplem em suas estruturas fatores que:

- Beneficiam retornos sobre investimentos pagos via distribuição de dividendos ou juros sobre capital próprio;
- Tenham maior carga sobre os rendimentos de títulos de renda fixa em relação ao rendimento de papéis com renda variável;
- A incidência da tributação sobre a valorização dos papéis de renda variável ocorra apenas na venda dos ativos, permitindo equilibrar períodos de alta e de queda nas cotações para investidores que fiquem com o papel por maior período de tempo;
- Tenham estrutura fiscal simplificada a ponto de incidir de maneira uniforme sobre todos os contribuintes, evitando possibilidades de elisão/ evasão fiscal, dentre outras características.

A análise da composição da estrutura tributária brasileira e de sua forma de incidência em função da origem da renda gerada, ajuda no entendimento dos incentivos e dos desincentivos à decisão de abertura de capital pelas empresas e da conseqüente propensão à implantação de estruturas padronizadas de GC exigidas para a realização de IPO. O estudo está distribuído em três seções de acordo com: a natureza dos tributos – diretos ou indiretos – e com os impactos das características regulatórias e tributárias sobre a liquidez do mercado de capitais através dos fundos de pensão.

2.1 Tributos Indiretos

2.1.1 A Complexidade da Carga Tributária Brasileira e a Redução das Oportunidades de Elisão Fiscal.

Pinheiro (2004) explica que, o trinômio “tributação, informalidade e abertura do capital das empresas” é amplamente discutido devido ao fato de que a elevada carga tributária, aliada à complexidade do processo de tributação e repasse de informações fiscais pelas empresas às receitas (municipal, estadual e federal), estimulam a informalidade. Assim, isso acaba se constituindo num desestímulo para que as empresas dêem às suas contas a transparência exigida para uma estrutura de companhia aberta.

Uma empresa fechada tem mais facilidade de administrar sua carga tributária do que outra aberta, que tem obrigações de *disclosure* trimestral em maior grau de detalhe e fidedignidade garantida por processos de auditoria realizados por empresas especializadas e independentes. Isso concede às empresas fechadas uma vantagem competitiva que pode ser grande suficiente para anular o benefício que as companhias abertas têm em termos de custos mais baixos para captação de recursos para financiamento ao crescimento.

Essa situação gera um conflito entre planejamento tributário e as melhores práticas de governança corporativa, já tratadas anteriormente. Novaes (2004) realizou estudo mostrando que, metade das empresas analisadas pelos investidores institucionais como oportunidades de aplicação de recursos em caso de abertura de capital, não passam pela fase de *due diligence*. Ribeiro (2005) argumenta que, para evitar problemas relacionados à informalidade, gestores de *Private Equity* (PE) e *Venture Capital* (VC) tendem a preferir investir em estágios avançados de desenvolvimento do negócio ou setores específicos em que a informalidade seja um problema menos freqüente. Isso acontece porque, em grande medida, a possibilidade de exposição fiscal ou de engenharia tributária (como é comumente conhecido o planejamento tributário) que as companhias mantêm enquanto empresas fechadas se torna inviável em caso de abertura de capital.

A maior complexidade da estrutura tributária brasileira ocorre majoritariamente no âmbito da tributação estadual, cujo principal imposto é o ICMS (Imposto sobre a

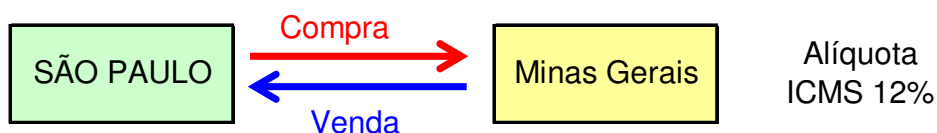
Circulação de Mercadorias e Serviços). Apesar de haver um conselho nacional que orienta a composição e o tratamento da tributação entre os estados, o CONFAZ (Conselho Nacional de Política Fazendária), cada Estado tem autonomia para regular e normatizar os procedimentos que os contribuintes do ICMS devem ter em relação aos fatos geradores do tributo em seus estados.

Diferenças nos procedimentos, alíquotas e formas de cálculo do ICMS entre os Estados abrem brechas legais para que as empresas estruturem operações de forma a se beneficiar das vantagens criadas pela falta de unidade interestadual no tratamento do imposto. Essas vantagens muitas vezes são apropriadas por intermédio da realização de atividades subeconômicas pela ótica logística e operacional, porém altamente rentáveis quando se leva em conta a economia tributária.

Um exemplo simples desse tipo de operação é realizado pelas empresas de distribuição localizadas nas divisas de Estados como Minas Gerais e Paraná, com foco principal do negócio voltado ao atendimento de pequenas empresas varejistas localizadas em São Paulo. Essas distribuidoras compram grande parte de suas mercadorias das companhias industriais localizadas no Estado de São Paulo, transferem a mercadoria para as bases operacionais em Minas Gerais e no Paraná e faturam de volta para seus clientes localizados no Estado de São Paulo. A razão principal dessa operação é que a alíquota interestadual do ICMS é de 12%, enquanto a alíquota intra-estadual é de 18%. Dessa forma, as empresas compram e vendem suas mercadorias a uma alíquota de 12%, conforme exemplificado na Figura 1.

Figura 1

Incidência do ICMS na operação interestadual

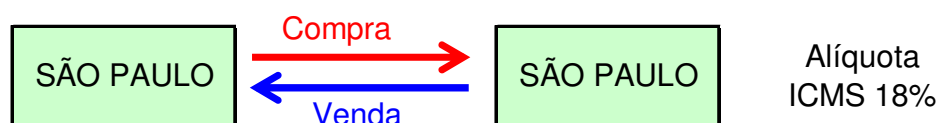


Fonte: Elaboração Própria

Caso efetuassem a operação intra-estadual, localizando seus depósitos dentro do Estado de São Paulo, mais próximo, portanto, de seus fornecedores e clientes, o que é mais viável pela ótica logística, o resultado seria o demonstrado na Figura 2.

Figura 2

Incidência do ICMS na operação intra-estadual



Fonte: Elaboração Própria

Como a grande maioria dos clientes é de pequenas empresas que sonham boa parte da receita bruta nas suas informações ao fisco estadual, o sistema de não-cumulatividade (crédito e débito) do ICMS é desconsiderado na aquisição da mercadoria. Assim, esse processo acarreta em redução do preço final para aquisição pelo varejo em 6%, viabilizando a operação comercial da empresa distribuidora.

Esse exemplo de operação, subeconômico operacionalmente, mas viável quando incorporado o contexto tributário, é, em muitos casos, extrapolado para formatos menos consistentes sob a ótica legal, quando nem mesmo se estabelece uma filial operacional em outro Estado. Por esse formato, a empresa monta uma filial “virtual”, na qual existe apenas um posto de re-faturamento de notas fiscais. Os documentos são recebidos dos fornecedores ou de uma unidade operacional, melhor localizada logisticamente, e re-faturados diretamente aos clientes, não havendo uma estrutura operacional que justifique a circulação da mercadoria. Dessa forma, a companhia executa a operação física dentro da melhor ótica logística e aproveita as vantagens tributárias das diferenças entre alíquotas intra e interestaduais.

Analisando estatísticas (como IBGE, 2005) a respeito da elevada informalidade das pequenas empresas brasileiras e os impactos dos diferentes tipos de atividades de planejamento fiscal na realização de aportes em empresas de comércio, Ribeiro (2005) sugere que, quanto menor a empresa mais ela tende a competir com rivais que pratiquem algum tipo de informalidade no cumprimento da legislação fiscal. Conseqüentemente,

espera-se que os negócios varejistas recebam poucos aportes de VC e PE no Brasil. O mesmo se aplica para empresas em estágios menos avançados do desenvolvimento empresarial.

Muitas vezes, a fim de aumentar a arrecadação do ICMS, os governos estaduais estimulam a criação de brechas legais, editando decretos que regulamentam novos procedimentos para segmentos específicos de negócio, beneficiando empresas que realizem operações em seus Estados. Outra forma de incentivo estadual, via tributação, é por intermédio da celebração de termos de acordo específicos com empresas, nos quais o Estado concede algum benefício de redução de tributação em troca de investimentos, geração de empregos e/ou elevação da arrecadação por parte da empresa. Ambos os casos compõem o pacote de medidas utilizadas no processo chamado de “Guerra Fiscal” entre os Estados, nos quais se utiliza da concessão de benefícios para que se consiga atrair maior investimento privado e arrecadação de tributos.

De acordo com a Lei Complementar nº 24, de 1975, a concessão ou revogação de incentivos, favores fiscais ou financeiro-fiscais, que resultem na redução ou eliminação direta ou indireta de ICMS, está condicionada à deliberação dos Estados e do Distrito Federal, mediante celebração de convênio. Ao dispor sobre o assunto, a Constituição Federal de 1988 estabeleceu que, incentivos e benefícios fiscais devem ser concedidos e revogados mediante deliberação dos Estados e do Distrito Federal por meio da aprovação do CONFAZ. Ocorre que, para atrair investimentos, os Estados brasileiros vêm concedendo estímulos na maioria dos casos à revelia de convênios mantidos entre os Estados.

Um exemplo disso é o benefício conhecido como Crédito Outorgado, concedido pelos Estados do Centro-Oeste para empresas que realizem operações de produção ou comércio de mercadorias partindo de seus Estados. Por esse benefício, o Estado concede às empresas uma redução no débito do imposto de um percentual a ser recolhido sobre suas vendas ou transferências a outros Estados. Ou seja, quando da apuração do imposto resultante da venda ou transferência de mercadoria para outro Estado, o imposto devido na saída, normalmente de 12% sobre o valor da nota fiscal quando direcionado aos Estados do Sul e Sudeste, é reduzido a 9%. Esta redução configura a concessão de um crédito outorgado de 3% sobre a operação. Porém, o adquirente da mercadoria toma o crédito pelo

valor total destacado na nota fiscal, que é de 12%. Como o vendedor da mercadoria forma seu preço considerando a alíquota cheia do tributo (12%), a concessão do crédito outorgado representa, em última instância, uma elevação da margem de lucro do vendedor (seja ele fabricante ou apenas comerciante).

A Carta Magna estabelece que, cabe à lei complementar disciplinar o regime de compensação do ICMS, assim como prever casos de manutenção do crédito, no que se refere à remessa de mercadoria e serviços para outros Estados. Dessa forma, resta à legislação infraconstitucional dispor meramente acerca dos procedimentos de constituição, registro e utilização dos créditos.

Embora o mecanismo de compensação de créditos e débitos desse imposto esteja definido na Constituição Federal, a interpretação pelos Estados vem paulatinamente mudando no sentido de que a compensação do imposto pode ser efetuada apenas com aquele tributo que foi efetivamente pago na operação anterior. Sob essa ótica, alguns Estados de destino das mercadorias questionam a validade da operação, alegando que o crédito do imposto só pode ser tomado pelo total pago na Unidade Federativa de origem, gerando assim possibilidade de criação de passivos tributários em caso de ampla divulgação de tais operações.

Formalmente, Minas Gerais, Paraná e São Paulo, por exemplo, têm vedado o direito ao crédito integral do ICMS proveniente de operações cujo Estado de origem tenha concedido incentivos e/ou benefícios relacionados ao ICMS. Assim, em meio a uma Guerra Fiscal, os Estados têm publicado atos administrativos para informar aos contribuintes que determinadas operações não podem ensejar a escrituração integral do ICMS na nota fiscal. Um exemplo é o Estado de Minas Gerais, que publicou a Resolução nº 3.166, de 2001, prescrevendo a necessidade de estorno dos créditos de ICMS advindos de operações cujo remetente desfrute de benefícios fiscais supostamente concedidos sem base em convênio.

O Estado do Paraná editou o Decreto nº 2.183, de 2003, adiantando-se na restrição ao aproveitamento de créditos oriundos de entradas interestaduais favorecidas por incentivos e/ou benefícios fiscais, com o agravante de autorizar a retroatividade da medida que autoriza a fiscalização a promover autuações. Nessa mesma linha, o Estado de São Paulo editou o Comunicado CAT nº 36, de 2004, fundamentado no fato de que muitos dos

benefícios fiscais ou financeiros criados para fomentar atividades industriais não possuem devida autorização legal do CONFAZ.

Assim, a rigor, os créditos do ICMS oriundos de aquisições de mercadorias de empresas instaladas em Estados que concedem incentivos fiscais poderiam ser apropriados somente até o montante efetivamente cobrado pela unidade federada de origem. O valor que exceder ao recolhimento no Estado de origem, ainda que destacado no documento fiscal, poder vir a ser glosado pelas autoridades fiscais de Estados que, como São Paulo, Minas Gerais e Paraná, impuseram limitações a sua apropriação.

Outro campo de batalha é o Supremo Tribunal Federal (STF). Recentemente, decisão tomada pelo STF na Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADIN) nº 3.246 declarou inconstitucional lei de incentivos fiscais adotada pelo Pará em 2002. Com isso, esse órgão julgador sinalizou que qualquer incentivo concedido à margem do CONFAZ poderá ser cancelado, inclusive retroagindo à data de concessão. Pesquisa da PriceWaterhouseCoopers (2004) mostra que, essa é uma situação relevante para as empresas, uma vez que a estimativa é de que existam atualmente mais de 20 ADIN's aguardando julgamento pelo STF, sob o argumento de que os benefícios não foram aprovados pelo CONFAZ. Cada ADIN se refere a um tipo de concessão utilizado por uma grande quantidade de companhias.

Contudo, vale lembrar que o Comunicado CAT nº 36, de 2004, já foi objeto de questionamento no STF quanto a sua inconstitucionalidade, por meio da ADIN nº 3.350-6. Na decisão, o relator Gilmar Mendes negou prosseguimento da ação, sem julgamento do mérito, argumentando que o Comunicado CAT nº 36 tem por escopo unicamente prestar esclarecimentos aos contribuintes paulistas, além de traçar orientações para a atuação dos agentes de renda do Estado de São Paulo. Está, portanto, desprovido de força normativa para figurar como objetivo de controle abstrato de constitucionalidade.

Além dessas considerações, a validade das operações concedidas via TARE (Termo de Acordo em Regime Especial) entre o Estado e a empresa algumas vezes também são questionadas pelo Ministério Público do próprio Estado que concedeu o benefício, pois por configurar redução da receita estadual acaba caracterizando lesão ao patrimônio público.

Estes exemplos de situações que colocam as empresas em condições de exposição fiscal não são problemas recentes para as organizações. Todavia, no caso de atendimento rigoroso às recomendações contábeis descritas nas práticas de auditorias de balanço necessárias para a abertura de capital, os impactos são relevantes. O assunto vem sendo fortemente tratado pelas empresas independentes de auditoria, que, por força das disposições da Norma e Procedimento de Contabilidade (NPC) 22 e da Interpretação Técnica Ibracon 03/02, classificam como ativo contingente todo e qualquer crédito não amparado por legislação.

Considerando as recentes normas estabelecidas pelo Ibracon, em especial a NPC 22 (PriceWaterhouseCoopers, 2006), as empresas que registrarem créditos de ICMS sem observar as limitações impostas pelos Estados poderão ver reduzidos os resultados de suas demonstrações financeiras, independentemente de qualquer ação fiscal. De fato, pelo rigor da legislação, trata-se de créditos contingentes que, uma vez reconhecidos contabilmente, deverão ser eliminados por meio da constituição de provisão redutora. Na prática, os efeitos têm se limitado a aspectos societários – menos lucros a serem distribuídos e/ou capitalizados. Porém, já se tem notícia de procedimentos fiscais visando à glosa dos créditos fiscais escriturários, o que provocaria impacto também no fluxo de caixa das empresas por adquirirem produtos fabricados ao abrigo de incentivos fiscais não aprovados no âmbito do CONFAZ. Isso impacta também a competitividade das empresas que produzam ou comercializem mercadorias sob o respaldo desses artifícios.

Tem-se então que, ao se submeterem às práticas de governança que compreendam o cumprimento total dos apontamentos de auditoria a respeito do tratamento tributário estabelecido pelas melhores práticas, além do princípio contábil do conservadorismo, as companhias que se utilizem de artifícios similares aos exemplificados teriam que abrir mão de uma parte importante de seus resultados apurados via planejamento tributário, estornando seus créditos de resultados e balanços patrimoniais, vindo a reduzir seus lucros auferidos.

De maneira geral, não se vislumbra no curto prazo perspectiva de trégua para a Guerra Fiscal. Opções como o Projeto de Emenda Constitucional de Reforma Tributária ou a aprovação de alguma medida saneadora por parte do CONFAZ são de difícil

implementação, tendo em vista o conflito de interesses entre os Estados desenvolvidos e os Estados mais pobres, que encontram mais dificuldade para promover um desenvolvimento sustentado.

Dessa forma, seja via medidas judiciais ou por intermédio da simples protelação das possíveis contingências a que estão sujeitas, uma grande quantidade de empresas brasileiras mantém operações baseadas em vantagens fiscais altamente rentáveis na avaliação de custo benefício dos riscos envolvidos. Estas, porém, completamente inviáveis de serem mantidas em caso de enquadramento aos padrões de governança corporativa mais rigorosos, provenientes da abertura de capital.

Tal realidade também é verdadeira nos casos de erros no recolhimento de tributos, que expande o universo da tributação também para os impostos federais e municipais. Devido à elevada complexidade, já tratada no ICMS, mas também do PIS e da Cofins após a alteração destes últimos para o regime de não-cumulatividade, são freqüentes os erros cometidos no momento das apurações desses tributos. Tais erros muitas vezes são descobertos depois de muito tempo de operação de forma irregular, o que acaba constituindo passivos relevantes no momento da correção dos créditos. Em função do grande volume de operações e elevada variabilidade de formatos de realização, o que às vezes dificulta a própria ação fiscal do Estado, muitas empresas optam por apenas corrigir suas operações e aguardar que os débitos sejam prescritos após cinco anos. Porém, ao realizarem a análise de balanço, as firmas de auditoria submetem também os registros fiscais das empresas às suas equipes tributárias para que realizem testes e levantamento de contingências muitas vezes em moldes mais amplos que a própria ação fiscal realizaria. Nesse trabalho, ao encontrarem passivos tributários, indicam às empresas a provisão ou recolhimento dos tributos sob pena de ressalva de balanços.

Essa realidade é tão relevante que, em vários casos, ao iniciar a ação fiscal, os auditores das receitas pedem primeiro as demonstrações financeiras auditadas acompanhadas com as notas explicativas assinadas pelos auditores. Por meio dessa análise já procuram os passivos encontrados pela auditoria, o que inviabiliza a estratégia de espera pela prescrição.

Nesse contexto, observa-se que a ampla exposição pública dos acordos celebrados com os Estados e os procedimentos necessários para viabilizar as operações tributárias realizadas pelas companhias, pode, muitas vezes, reduzir a capacidade de se utilizar de todas as possibilidades de apropriação de melhores resultados dentro de cada negócio.

Na hipótese de uma estrutura de demonstração de resultados com *full disclosure*, torna-se necessária a abertura detalhada desses tipos de operações nas notas explicativas, o que pode aumentar a exposição da empresa às autuações e questionamentos que provoquem passivos fiscais elevados, inviabilizando a continuidade das atividades geradoras dos benefícios tributários. Mesmo que se consiga, por intermédio de liminares, *lobbies* ou outros artifícios jurídicos e políticos manter tais operações, quando se trata de abrir o capital e buscar investidores dispostos a aportar recursos em atividades cujo resultado depende, em alguma medida, de vantagens tributárias, a percepção de risco aumenta muito, reduzindo a atratividade do negócio.

Apenas como exemplo de comparação, a publicação Valor 1000, do Jornal Valor Econômico (abril de 2005) mostra que, o percentual médio de Lucro Operacional das maiores empresas ligadas às atividades de comércio de produtos secos e molhados por atacado (grandes usuárias de benefícios fiscais) foi de 3,7% da receita líquida no ano de 2004. Dependendo do grau em que se utilize de vantagens tributárias, como as exemplificadas acima, que podem chegar a representar 3% da receita bruta, a utilização das possibilidades de planejamento tributário no âmbito do ICMS podem se tornar, em muitos casos, parte fundamental da composição do resultado final das empresas. Na hipótese de abertura de capital, se a empresa tiver que abrir mão de algumas atividades de planejamento tributário, o custo de oportunidade da realização do IPO sobe bastante, pois o desempenho operacional da companhia pode ser reduzido em proporções que inviabilizem a atratividade do negócio para um novo investidor ou mesmo para os atuais acionistas que venham a permanecer no negócio.

Tais fatos acabam levando à concentração do mercado acionário em um número reduzido de empresas e dificultando a diversificação dos ativos dos investidores institucionais, cujo tamanho vem crescendo rapidamente no Brasil, a exemplo do que ocorre em outros países. Para pequenas e médias empresas, em particular, esse custo de

oportunidade tributário parece ser uma barreira fundamental à abertura do capital, tornando-se, eventualmente, um impedimento à obtenção de financiamento no mercado de capitais.

Uma ação importante para a correção das distorções criadas pela complexidade da carga tributária estadual, que viabiliza as operações de planejamento tributário que mantém muitas empresas à margem de uma conduta totalmente formal na operação de seus negócios seria a unificação da legislação do ICMS. Tal unificação implicaria, prioritariamente, o estabelecimento de alíquotas uniformes por mercadoria ou serviço em todo o território nacional. A proposta de reforma tributária descrita em Ministério da Fazenda (2004, pág.53) já descrevia que:

“... com a unificação da legislação do ICMS, permitir-se-á maior eficiência, redução da sonegação e facilitar-se-á o processo para o estabelecimento de um imposto sobre o valor agregado. As características principais dessa proposta são a unificação das diversas legislações estaduais e o estabelecimento de alíquotas uniformes por mercadoria ou serviço em todo o território nacional, as quais seriam restritas a um máximo de cinco”.

E ainda:

“... a unificação do ICMS como passo essencial em direção ao estabelecimento de um genuíno Imposto sobre Valor Agregado (IVA), que deverá incorporar tributos como o próprio ICMS, o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e mesmo o Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISS). Será garantida a destinação desses impostos para cada ente federativo, porém, os procedimentos serão unificados e simplificados para os contribuintes. Os princípios que fundamentam o IVA, como o da não-cumulatividade e da simplificação tributária, tornarão a estrutura tributária brasileira mais eficiente e menos onerosa para os setores produtivos. O pacto federativo que está sendo fortalecido em torno da proposta de unificação do ICMS, além das discussões ocorridas no âmbito do Congresso Nacional, serão, sem dúvida, fundamentais para a criação do IVA, permitindo inclusive maior rapidez em sua implementação, esperada para até 2007”.

Até o momento não se consegue estimar um prazo factível para a efetiva implantação das alterações propostas pelo Ministério da Fazenda (2004), o qual caracteriza essa mudança normativa e legislativa como a “segunda etapa da Reforma Tributária”. O processo de aprovação e alteração desta “segunda etapa” parece mais demorado e difícil do que se imaginava inicialmente. Entretanto, sua efetiva implantação em moldes tais que reduzam as distorções tributárias que priorizam as formas de operação sobre sua essência

(no caso de operações subeconômicas da ótica operacional, mas viáveis quando incorporado o contexto tributário), parecem fundamentais para aproximar a estrutura tributária brasileira aos procedimentos mais utilizados nos países desenvolvidos.

Apenas a título de comparação entre sistemas tributários e as complexidades de controles e regulamentações legais que possam demandar, nos Estados Unidos o principal tributo sobre vendas é um Imposto sobre Vendas a Varejo (IVV). Este é arrecadado em um único estágio, ao contrário da tendência predominante de cobrança de um Imposto sobre Valor Adicionado (IVA), arrecadado em múltiplos estágios nas diversas etapas da cadeia produtiva. Apesar das dificuldades de fiscalização impostas pelo IVV, uma vez que a quantidade de estabelecimentos de varejo é muito maior que estabelecimentos produtores e intermediários, o fato da tributação ser devida no local do consumo do bem elimina toda a problemática de débitos e créditos e possíveis diferenças de alíquotas entre os Estados envolvidos nas etapas de produção.

Entretanto, a forma de estruturação da tributação indireta mais amplamente utilizada internacionalmente é mesmo o IVA. Araújo (2000) explica que, essa forma de tributação é defendida como superior ao IVV por duas razões: primeiro, por atender ao ideal de se tributar as vendas por meio de uma base igual a do consumo geral. Em segundo lugar, por sua imposição e coleta se darem em estágios múltiplos, o que elimina a possibilidade de alguma cumulatividade (no caso de vendas pelo varejo a empresas de fases intermediárias de produção), facilita a fiscalização e diminui o incentivo à sonegação pelo varejista (em comparação ao IVV, quando toda tributação se dá na fase final). O IVA é aplicado na União Européia, em alguns países da América do Sul e em vários outros países do mundo. Na grande maioria dos modelos implementados, procura-se implementar o formato de alíquota única de tributação entre as unidades subnacionais e, principalmente, busca-se a harmonização internacional das regras domésticas de tributação das vendas por intermédio da adoção de um IVA cobrado segundo o princípio do destino.

Araújo (2000) comenta que, quando um imposto é cobrado segundo o princípio da origem, diz-se que o mesmo incide sobre todos os bens e serviços produzidos internamente. As exportações são tributadas, mas as importações não (nem ao entrarem no país nem em transações posteriores, quando são incorporadas como insumos em outros produtos ou são

revendidas). Com o princípio do destino, tributam-se apenas os bens consumidos no mercado nacional, neste caso, o imposto incide sobre a utilização dos produtos independente de terem sido fabricados internamente. As exportações são completamente desoneradas de tributação enquanto as importações são sujeitas ao mesmo sistema de tributação das vendas que os produtos domésticos.

Biasoto Jr (2001) explica que, “(...) o ICMS brasileiro consiste basicamente num imposto sobre valor adicionado, porém com tributação mista entre origem e destino”, e defende que “(...) o ideal seria seguir o princípio do destino para taxar mais o consumo e não incidir tão pesadamente sobre a produção como tem ocorrido no Brasil. Deve-se observar, entretanto, que a arrecadação na origem está muito relacionada com a grande dificuldade de fiscalização e recolhimento deste imposto no destino”.

O fato de a tributação ser mista entre origem e destino é uma das características que colaboram para o elevado grau de complexidade do IVA brasileiro, pois em se tratando apenas de transações do mercado interno, as diferenças de alíquotas entre os Estados e entre origens e destinos diferentes (como exemplificado anteriormente) tornam necessária a avaliação de mais fatores para determinação da tributação do ICMS.

A preocupação no sentido de equalizar as alíquotas e procedimentos utilizados entre os diferentes Estados de uma mesma nação é importante na medida em que reduz profundamente a possibilidade de disputas internas entre as UF, como as encontradas no modelo atual de imposto sobre o valor adicionado brasileiro, também já tratadas anteriormente.

Finalmente, há que se levar em conta a consideração de Pinheiro (2004) a respeito de uma outra característica pela qual o planejamento tributário cria uma assimetria informacional entre a empresa e quem a financia, em favor do crédito bancário em detrimento ao financiamento via mercado de capitais. Para os bancos com os quais a empresa movimenta e, muitas vezes, desconta seus recebíveis, é mais fácil conhecer a sua saúde financeira a despeito de sua contabilidade ser de qualidade questionável. O acionista minoritário e o investidor em títulos de renda fixa da empresa sofrem de um grau muito mais elevado de assimetria informacional, não tendo as mesmas condições que os bancos possuem de avaliar a liquidez e o risco envolvido na operação nem de monitorar a evolução

desse risco. Esse processo acaba, mais uma vez, privilegiando a alavancagem por contratação de dívida em detrimento da captação via emissão de ações.

2.2 Tributos Diretos

2.2.1 Tributação dos Rendimentos Provenientes do Investimento em Ações e Aplicações de Longo Prazo

O relatório elaborado pela CNI (2003) alertava que, além da carga elevada, amplamente discutida no Brasil, a estrutura tributária era inadequada para o crescimento do mercado de capitais. Esse entendimento estava mais influenciado pela equalização das alíquotas do imposto de renda promovida a partir de 2002, passando a incidir com a mesma alíquota de 20% sobre os rendimentos de renda variável, ganhos de capital e renda fixa. Isto contrariava a prática mais disseminada internacionalmente de se tributar menos a renda variável e os ganhos de capital, apesar da taxa sobre a renda variável só ocorrer no momento da realização do ganho e não periodicamente como na renda fixa.

Alterações nos Regimes de Tributação da Renda Fixa e Variável

Novaes (2005) explica que, essa equalização do imposto de renda sobre os rendimentos financeiros foi interrompida pelo Governo Lula, que por intermédio da Medida Provisória nº 206/2004 introduziu tributação decrescente nos Fundos de Investimento e nos ativos de renda fixa, de acordo com o prazo de aplicação dos recursos. A alíquota de Imposto de Renda (IR) de 20% foi substituída por uma regra de tributação decrescente com uma alíquota de 22,5% para aplicações de até 6 meses, 20% para aplicações de 6 meses a 12 meses, 17,5% para aplicações de 12 meses a 24 meses e 15% para aplicações acima de 24 meses, conforme resumido pela Tabela 1.

Tabela 1

Nova Estrutura de Imposto de Renda sobre Renda Fixa – IRRF

Prazo	Alíquota de IR
Até 6 meses	22,5%
De 6 a 12 meses	20,0%
De 12 a 24 meses	17,5%
Acima de 24 meses	15,0%

Fonte: Receita Federal

Conjuntamente a esse processo, foi alterada a forma de cobrança do chamado “come-cotas” (processo pelo qual o Imposto de Renda era debitado do montante de cotas disponível na aplicação do investidor). Ela passou a ser feita pela menor alíquota fixada (15%), beneficiando o poupador que mantiver seus recursos por prazos mais longos na medida em que a diferença de tributação, caso haja, somente será cobrada no momento do resgate.

Para estimular os investimentos em ações, seja feito diretamente ou por intermédio de fundos de investimento em ações, o Governo Lula reduziu, a partir de 01/01/2005, a alíquota do imposto de renda sobre ganho de capital de 20% para 15%. Ao mesmo tempo, elevou-se o limite de isenção desse imposto para os investidores individuais que realizem operações em Bolsas de Valores de R\$ 4.143,00 para R\$20.000,00 por mês.

Em 2004, através da Lei 11.033/2004, foi ampliada também a isenção tributária existente sobre as Letras Hipotecárias (LHs), bem como sua extensão para as Letras de Crédito Imobiliário (LCIs) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), quando mantidos por pessoas físicas. Até aquele momento, apenas os juros das LH eram isentos do Imposto de Renda. Dessa forma, foi reduzida a tributação sobre títulos representativos de crédito imobiliário com o objetivo de se contribuir para a expansão dos recursos destinados à construção civil e para a redução dos custos de securitização (Ministério da Fazenda, 2004).

Ao analisar tais mudanças, Novaes (2005) comenta que, o governo Lula fez uma volta ao passado, uma vez que as novas mudanças tributárias em relação ao aplicador foram

no sentido de levar em conta o risco: quem aplica em ações e/ou em um prazo mais longo, tem uma carga fiscal menor.

Conta Investimento

Uma divergência importante que o mercado financeiro brasileiro sofria em relação aos mercados internacionais era a incidência da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF) sempre que o investidor fazia uma mudança na posição de seu portfólio. A incidência de tributação sobre movimentações financeiras reduzia as mudanças de posições financeiras por parte dos investidores, reduzindo o retorno obtido.

Com a criação da Conta Investimento, por intermédio da Lei nº 10.892/2004, o governo permitiu que os recursos financeiros fossem tributados apenas no momento da movimentação da conta corrente para a Conta Investimento. Dessa maneira, reduziu-se o custo da mudança entre aplicações financeiras, já que as movimentações posteriores, no âmbito da Conta Investimento, podem ser feitas livres da cobrança CPMF (Ministério da Fazenda, 2004).

Além disso, com o objetivo de reduzir as diferenças de tratamento tributário entre os diferentes instrumentos financeiros existentes, foi alterada a periodicidade da cobrança de impostos de renda sobre os ganhos em aplicações em fundos de investimento de mensal para semestral. Portanto, a capitalização dos juros se refletiu em maiores ganhos para o poupador no longo prazo.

Juros Sobre o Capital Próprio

Um aspecto positivo do modelo brasileiro em relação aos recursos disponíveis para as empresas remunerarem os investidores em ações, que merece destaque, é a possibilidade de se reduzir o impacto da tributação sobre a estrutura de capital da empresa. Em muitos países, como nos Estados Unidos, o sistema tributário incentiva o financiamento de projetos via endividamento, funcionando como um mecanismo para se ter empresas mais alavancadas via emissão de dívida do que com emissão de ações. Isto ocorre porque o pagamento de retorno ao acionista normalmente não é dedutível do imposto de renda,

enquanto os juros sobre a dívida são despesas dedutíveis. No Brasil, essa distorção foi minimizada pela criação do mecanismo denominado “Juros Sobre Capital Próprio (JSCP)”, que permite que a remuneração ao acionista, dentro de certos limites, seja dedutível da base de cálculo do imposto de renda.

O Artigo 347 do Regulamento do Imposto de Renda (RIR/05) institui que, a empresa pode deduzir na determinação do lucro real, observado o regime de competência, os juros pagos ou creditados individualmente a titular, sócios ou acionistas a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação *pro rata* dia da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). A dedutibilidade dos juros como despesa operacional não poderá exceder a cinquenta por cento do maior entre os seguintes valores (RIR/05, art. 347):

- a. Do lucro líquido correspondente ao período-base do pagamento ou crédito dos juros, antes da provisão para o imposto de renda e da dedução dos referidos juros; ou
- b. Dos saldos de lucros acumulados e reservas de lucros de períodos anteriores (as reservas de lucros somente foram incluídas para efeito do limite da dedutibilidade dos juros a partir de 01/01/1997 pela Lei nº 9.430/96, art. 78).

Os juros sobre o capital social ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de 15% na data do pagamento ou crédito, os quais terão o seguinte tratamento pelo beneficiário:

- a. Para pessoa jurídica tributada com base no lucro real, o valor dos juros deverá ser considerado como receita financeira e o valor do imposto retido pela fonte que pagar ou creditar os juros será considerado como antecipação do devido no encerramento do período de apuração ou, ainda, poderá ser compensado com aquele que for retido, pela beneficiária, por ocasião do pagamento ou crédito de juros a título de remuneração de capital social, ao seu próprio titular, aos seus sócios ou acionistas;
- b. Para as pessoas jurídicas tributadas pelo lucro presumido ou lucro arbitrado, a partir de 01/01/97 os juros recebidos integram a base de cálculo do imposto

de renda e o valor do imposto retido na fonte será considerado antecipação do devido no período de apuração (Lei nº 9.430/96, arts. 50 e 51);

- c. Para as demais pessoas jurídicas não tributadas com base no lucro real, lucro presumido ou arbitrado, inclusive isentas, e para as pessoas físicas, os juros são considerados como rendimento de tributação definitiva, ou seja, os respectivos valores não serão incluídos nas declarações de rendimentos nem o imposto de renda que for retido na fonte poderá ser objeto de qualquer compensação;
- d. A pessoa jurídica pode ainda incorporar ao capital social ou manter em conta de reserva destinada a aumento de capital o valor dos juros, desde que a pessoa jurídica distribuidora assuma o pagamento do imposto de renda fonte, sem prejuízo ao direito a dedutibilidade da despesa, tanto para efeito do lucro real quanto da base de cálculo da contribuição social. Isso significa que apenas o valor líquido dos juros sobre o capital próprio será incorporado ao capital social e não fará parte da base de cálculo do IRPJ (Imposto de Renda Pessoa Jurídica) e da CSLL (Contribuição Social sobre o Lucro Líquido). A tributação na fonte nesse caso é definitiva.

Observa-se, pois, que a incidência do Imposto de Renda sobre os valores recebidos por meio dos JSCP ou se torna crédito para a pessoa jurídica que o recebeu e pode deduzi-lo do IR total a pagar apurado a partir de sua própria base de cálculo, ou é tributação definitiva para as demais pessoas físicas ou jurídicas não tributadas, sob uma alíquota de 15% (menor que a tributação à que estão sujeitas em aplicações financeiras comuns). Como o investidor em ações leva em consideração tanto os rendimentos recebidos na forma de dividendos quanto os recebidos via JSCP, no final das contas, nesse aspecto, a tributação brasileira incentiva o retorno ao aplicador à medida que os valores disponibilizados para pagamento de JSCP estão sujeitos à tributação reduzida. Pela ótica da empresa, a possibilidade de dedução do JSCP da base de cálculo do IR e da CSLL reduz o impacto da remuneração aos acionistas, o que diminui o custo final de seu financiamento.

2.2.2 Tributação da Pessoa Jurídica, Incluindo Rendimento de Dividendos

Ross, Westerfield & Jeffe (1995) elaboraram um estudo sobre os diversos fatores que influenciavam na estrutura de capital das empresas norte-americanas e destacaram quatro aspectos no tocante à legislação tributária, quais sejam:

1. Dedutibilidade de juros sobre empréstimos da base de cálculo do imposto de renda;
2. O fato de os dividendos não poderem ser considerados como despesa para a empresa que os distribui;
3. O beneficiário dos dividendos está sujeito à tributação sobre o valor recebido;
4. Existe imposto sobre o ganho de capital com a valorização das ações, o qual deverá ser pago apenas no momento da sua venda.

Assim, a análise dos fatores citados mostra que, na legislação norte-americana existe um benefício fiscal causado pelo endividamento, o qual aumenta o valor da empresa em função desse fator. Modigliani & Miller (1963) argumentam que, a dedução das despesas com juros da base de cálculo do IRPJ (Imposto de Renda Pessoa Jurídica) causa a redução da tributação de um valor correspondente ao produto das despesas com juros pela alíquota deste imposto, o que os autores consideram como benefício fiscal.

Abreu (2004) explica que, a legislação tributária brasileira apresenta características que afetam a estrutura do capital de forma diferente da legislação norte-americana, apontando como principais características:

1. Dedutibilidade de juros sobre empréstimos da base de cálculo do IR, conforme Artigo 374 do Regulamento do Imposto de Renda – RIR/99;

2. O fato de os dividendos também não poderem ser considerados como despesa para a empresa que os distribui, conforme determinado pelo artigo 10 da Lei 9249/95;
3. Existe imposto sobre o Ganho de Capital com a valorização das ações, o qual deverá ser pago apenas no momento da venda dos títulos, conforme o artigo 117 do RIR/99;
4. O beneficiário dos dividendos está isento de tributação sobre o recebimento desse valor, conforme artigos 39 e 379 do RIR/99;
5. As despesas com juros remuneratórios do Capital Próprio são dedutíveis da Base de Cálculo (BC) do IRPJ, conforme artigo 347 do RIR/99 (melhor explicado anteriormente).

Conforme já discutido, esse formato de tributação, deduzindo os JSCP, possibilita a distribuição de dividendos que sofrem menor incidência de alíquota de imposto de renda e, além disso, por serem dedutíveis da base de cálculo do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica favorecem a melhoria de percepção de rentabilidade do negócio. O fato de os dividendos distribuídos não estarem sujeitos à tributação na declaração de Imposto de Renda do beneficiário representa para este uma remuneração adicional de até 22,5% em comparação com aplicação em renda fixa (uma vez que essa é a tributação de aplicação de renda fixa de curto prazo).

Aliando a figura dos JSCP com a não tributação dos dividendos (fatos que não ocorrem no modelo norte-americano) conclui-se que, a estrutura tributária brasileira beneficia a distribuição de resultados aos acionistas. Se por um lado isso aumenta a atratividade do investimento em renda variável à medida que estimula o fluxo de recursos da empresa para o acionista, em contrapartida, elevam as necessidades de captação de recursos por parte das companhias, desestimulando a acumulação interna de capital. Mais uma vez esses aspectos mostram que, a estrutura do modelo brasileiro de tributação da renda contém incentivos à abertura de capital das empresas para captação de recursos (em comparação com a captação via endividamento) e, em alguns detalhes, ainda melhores que o modelo norte-americano.

2.2.3 Incentivos Fiscais como Estímulos à Aplicação em Renda Variável

Subsídios e estímulos governamentais podem ser importantes mecanismos de alavancagem do uso do mercado de capitais como fonte de captação de recursos pelas empresas. No caso brasileiro, destacam-se os Decretos-Lei 157 e 238 de 1967, considerados o mais importante conjunto de incentivos tributários para o mercado de capitais. A idéia básica foi estender a este mercado o modelo de renúncia fiscal como instrumento para o desenvolvimento setorial e regional, já então aplicado para agricultura, por intermédio de crédito subsidiado e para a Região Nordeste, por meio dos incentivos fiscais.

O modelo proposto inicialmente contemplava os três atores do processo de intermediação, quais sejam: o investidor, os fundos em condomínio e as empresas. O investidor poderia descontar uma percentagem do imposto de renda devido (10% para pessoas físicas e 5% para pessoas jurídicas) e aplicar tais recursos na compra de certificados de compra de ações (os CCAs). Estes certificados eram emitidos pelos fundos em condomínio, criados pelas instituições financeiras para administrar os recursos provenientes da renúncia fiscal. Por último, para se qualificar como receptora dos recursos, as empresas deveriam emitir ações novas ou debêntures conversíveis ou reduzir o índice de imobilização. Ainda se permitiu que o Fundo 157 pudesse aplicar 10% dos recursos captados em ações no mercado secundário.

Moura (2005) explica que, após promover aumento da quantidade de empresas que abriram o capital no momento da implantação dos benefícios fiscais ao longo dos anos, os fundos foram perdendo importância relativa no conjunto dos investidores institucionais do país até serem praticamente extintos em 1982, por determinação da Secretaria da Receita Federal. De qualquer maneira, foram quinze anos de renúncia fiscal a favor do desenvolvimento do mercado de capitais, visando a criar uma alternativa de financiamento das empresas, aumentar o número delas negociadas em bolsa, desenvolver uma base ampla de acionistas que pudessem participar do processo de criação de riqueza associado ao crescimento empresarial, melhorar a governança corporativa e criar um mercado secundário líquido, amplo e profundo para negociação das ações.

Todavia, segundo Vieira & Corrêa (2002), as empresas que abriram capital nesse período geralmente não possuíam grande porte e sua estrutura de propriedade concentrava-se em um número reduzido de acionistas majoritários. Chagas (2005) acrescenta que, o crescimento da demanda por ações, promovido pela instituição do Fundo 157, ocorreu sem o respectivo aumento na emissão de novas ações. A consequência lógica foram as altas espetaculares que a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro sofreu no período de 1967 a 1972, culminando com o que foi chamado de “boom da Bolsa do Rio”, ocorrido entre dezembro de 1970 a junho de 1971, quando as cotações chegaram ao seu ponto máximo.

Observou-se, portanto, que a manutenção da elevada concentração de propriedade nas empresas limitou a possibilidade de pulverização do capital e a consolidação do mercado de capitais como fonte de captação de recursos. Além disso, a concentração não permitiu evolução relevante na implantação de estruturas desenvolvidas de governança, mantendo a característica de propensão à expropriação dos minoritários pelos controladores e desestimulando a manutenção dos investimentos em ações ao longo do tempo. Conclui-se, assim, que a criação de incentivos fiscais para aplicação em ações, sem estar acompanhada de estruturas de governança que garantam a observação dos direitos e interesses dos minoritários, não proporciona o crescimento sustentado do mercado de capitais.

2.3 Liquidez e Fundos de Pensão

2.3.1 Investidores Institucionais e o Debate Legal do Imposto de Renda para os Fundos de Pensão

Estimular o processo de formação de poupança de longo prazo também é uma forma de promover o fortalecimento do mercado de capitais (e, conseqüentemente, a tendência à abertura de capital pelas empresas) à medida que promove o crescimento e a consolidação de grandes investidores institucionais. A premissa é que estes investidores, ao alocarem parte de suas carteiras em busca de maiores retornos nos investimentos em ações, ajudem a

aumentar a liquidez do mercado acionário, o que pode contribuir para aumento dos preços e maior estímulo à realização de ofertas primárias. Tosta de Sá (2004) argumenta que, após a aprovação da nova legislação relativa à previdência complementar pelo Congresso dos Estados Unidos em 1974, a chamada Lei Erisa (Lei de Garantia de Renda ao Trabalhador Aposentado), a participação da poupança previdenciária norte-americana cresceu de 30% do PIB, em 1970, para 115% em 2000.

Tosta de Sá (2004) mostrou ainda que, o impacto dessa poupança no desenvolvimento do mercado de capitais colaborou muito para o aumento do número de acionistas nos Estados Unidos, passando de 25 milhões, em 1975, para 80 milhões em 2000. A partir da maior movimentação e liquidez do mercado de capitais, o valor de mercado das empresas listadas em bolsa evoluiu de US\$ 1,5 trilhões, em 1980, para US\$ 16 trilhões em 2000. Neste mesmo ano, as empresas norte-americanas captaram US\$ 2,5 trilhões por intermédio do mercado de capitais, contra apenas US\$ 38 bilhões em 1970.

O desenvolvimento do *venture capital* americano também se expandiu a partir de 1979 quando os fundos de pensão foram autorizados a investir nessa atividade. Em 1975, a indústria de *venture capital* captou apenas US\$ 10 milhões, mas em 2000 já tinha saltado para a marca de US\$ 100 bilhões. De 1980 a 2002, 31.000 novas empresas foram apoiadas pelas sociedades de *venture capital* norte-americanas. Dessas, cerca de 3.000 abriram o capital, tais como: Microsoft, Intel, Hewlett Packard, etc. Em conjunto, essas companhias deram uma enorme contribuição para o desenvolvimento tecnológico e para o aumento da produtividade da economia nos Estados Unidos.

A taxa de poupança norte-americana, se comparada com a das economias asiáticas, não se mostra elevada. Situa-se ao redor 20% do PIB, nível semelhante ao do Brasil, enquanto na China, por exemplo, é superior a 35% do PIB. O crescimento da economia chinesa, nas duas últimas décadas, evoluiu a taxas de 10% ao ano e a dos Estados Unidos a taxas de 3,5% ao ano, enquanto a brasileira cresceu, entre 1981 e 2000, apenas 2,1% ao ano.

Parece haver, em alguma medida, correlação entre taxas de poupança e crescimento econômico, mas dois fatores importantes fundamentaram o impulso ocorrido na economia norte-americana, quais sejam: a qualidade de sua poupança e a forma de sua alocação.

Trata-se de uma poupança previdenciária de longo prazo alocada predominantemente por intermédio do mercado de capitais. A eficiência do mercado de capitais norte-americano contribui para o aumento da produtividade de seu capital.

Carteiras de previdência complementar são formas tradicionais de criação de poupança de longo prazo, proporcionando acumulação de grandes volumes de recursos nas mãos de seus gestores. Uma característica importante desse investimento é que o total investido, e não apenas os rendimentos, é considerado como renda. Tal fato faz com que a legislação do Imposto de Renda incidente sobre os fundos de pensão se torne um fator de estímulo ou desestímulo relevante no processo de propensão à formação desse tipo de poupança.

A distinção entre renda e rendimentos decorre do fato de que, por ser a previdência complementar uma forma de acumulação de recursos para se obter um fluxo de renda no futuro, a tributação do IR incide não apenas sobre os valores acumulados a título de juros e remunerações do capital, mas também sobre o valor do principal depositado. Assim, a forma de incidência da tributação sobre os recursos depositados e seus rendimentos acumulados é muito relevante no momento da decisão de poupar.

Nos Estados Unidos, desde a publicação da Lei Erisa em 1974, o Congresso freqüentemente aprova novas legislações de imposto de renda que incentivam a formação de poupança e o desenvolvimento do mercado de capitais. Dos Santos (2000) mostra que, uma parte considerável do crescimento em planos de contribuição definida no setor privado dos Estados Unidos é atribuível à introdução do sistema de tributação diferida, previsto na Seção 401(k) do Código Tributário Americano, a partir de 1982. Já no setor público, as alternativas de planos de contribuição observam as Seções 401(a) e 403(b) do Código Tributário, cujo efeito é semelhante, isto é: a tributação sobre a renda não é paga durante a fase de capitalização, mas durante a fase de gozo do benefício. Embora uma pequena fração dos planos de aposentadoria no setor público seja de contribuição definida, vários Estados patrocinadores trocaram ou têm considerado mudar para planos de contribuição definida, ainda que não adotem essa modalidade como exclusiva. Segundo o *General Accounting Office* (1999), a maioria dos estados americanos (35) inclui três componentes: benefício definido [BD], contribuição definida [CD] com contribuição do Estado e benefício básico

da seguridade social. Em 1997, Michigan tornou-se o primeiro grande Estado a instituir um plano de contribuição definida para seus funcionários. Mostra-se, portanto, que alterações nas estruturas de tributação a que estão sujeitos os fundos de pensão desempenham papel relevante no desenvolvimento dessa indústria.

No caso brasileiro, a Medida Provisória nº 209/2004 (depois convertida na Lei 11.053/2004) introduziu duas medidas com objetivo de incentivar a poupança de longo prazo: (i) o fim da cobrança de IR sobre as carteiras dos fundos de pensão e demais planos de previdência a partir de 01/01/2005; e (ii) a criação de uma nova sistemática de tributação sobre planos de previdência complementar, baseada em alíquotas decrescentes de acordo com o prazo, também a partir de 01/01/2005.

A primeira medida alcançou todos os planos que recebiam contribuições de pessoas jurídicas, pois as regras até então em vigor, como forma de compensar a diferença de tributação de IR entre pessoas físicas e jurídicas, tributavam em 20% os rendimentos e ganhos auferidos nas aplicações de recursos das provisões, reservas técnicas e fundos de entidades de previdência complementar e de sociedades seguradoras que operam planos de benefícios de caráter previdenciário. As entidades e seguradoras podiam optar por um Regime Especial de Tributação (RET), em que este imposto ficava limitado a 12% das contribuições de Pessoas Jurídicas aos planos. A nova medida acabou com essa tributação a partir de 2005, com um custo estimado pelo Ministério da Fazenda (2004) em R\$ 450 milhões/ano.

A segunda medida atingiu os participantes de planos de previdência complementar criados a partir de 01/01/2005 que optarem pela tributação decrescente. A nova tributação consistiu na aplicação de uma tabela específica de IR na fonte, com alíquotas decrescentes de acordo com o prazo de acumulação do plano. Esta tabela começa com 35% e apresenta redução de 5% a cada 2 anos até atingir alíquota de 10%, conforme resumido pela Tabela 2. Desta maneira, indivíduos até então sujeitos a uma alíquota de 27,5%, caso mantenham seus recursos acumulando por períodos superiores a 10 anos, passam a pagar 10% a título de imposto de renda sobre os benefícios de previdência complementar.

Tabela 2
Estrutura de Tributação dos Novos Planos de Previdência Complementar

Prazo de Acumulação dos Recursos	Alíquota de IR
Inferior ou igual a 2 anos	35%
Superior a 2 anos e inferior ou igual a 4 anos	30%
Superior a 4 anos e inferior ou igual a 6 anos	25%
Superior a 6 anos e inferior ou igual a 8 anos	20%
Superior a 8 anos e inferior ou igual a 10 anos	15%
Superior a 10 anos	10%

Fonte: Receita Federal

A despeito do intuito de incentivo a que se propunha a media provisória, artigo publicado no Boletim Eletrônico da Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão – ANAPAR (2005) apresenta o entendimento de que a Lei 11.053 não atingiu plenamente esse objetivo e de que para algumas classes de poupadores acabou provocando o contrário.

O argumento se baseia na análise de que aqueles que receberem os menores benefícios de aposentadoria complementar e aderirem à nova tabela pagariam mais Imposto de Renda do que se permanecessem na tabela tradicional (de caráter progressivo). Portanto, quem se aposentar com benefícios abaixo da faixa de isenção (R\$ 1.160,00 à época) não arrecadará imposto pela tabela tradicional, enquanto que, pela tabela regressiva, recolherá no mínimo 10% se permanecer por mais de dez anos contribuindo para o plano de previdência. Com um agravante: para quem optar pela tabela regressiva, o Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) será definitivo, ou seja, não poderá ser deduzido da declaração de ajuste anual.

De acordo com as estatísticas da Secretaria da Previdência Complementar (Ministério da Previdência Social, 2005), a média dos benefícios pagos pelas entidades fechadas de previdência complementar brasileiras é de R\$ 2.393. Considerando que esta média hoje é fortemente influenciada pelos planos de benefícios definidos patrocinados por empresas estatais, que têm o efeito de aumentar esta média, conclui-se que a média dos benefícios pagos pelos planos de contribuição definida tende a ser muito próxima – ou abaixo – da faixa de isenção da tradicional tabela progressiva. Por esse princípio, poderão levar vantagem, com a nova tabela regressiva, somente os participantes que se aposentarem com os maiores vencimentos e recolherem 27,5% pela tabela progressiva tradicional e que contribuirão por mais de dez anos. Neste caso, poderão pagar 10% pela tabela regressiva.

Um agravante é que o tempo de acumulação considerado para os “Benefícios Estruturados em Regime Atuarial”, ou seja, para quem contratar benefício vitalício, será o prazo médio ponderado das contribuições. Assim, para quem contribuir de maneira uniforme por 11 anos, por exemplo, o prazo médio ponderado será de 5,5 anos – e o participante cairá na faixa de contribuição de 25%. A partir da aposentadoria, o tempo de acumulação aumentará mês a mês e a alíquota será reduzida paulatinamente até chegar a 10%. No caso de resgate ou na contratação de benefício por tempo determinado, o critério considerado será o de “primeira entrada, primeira saída”, isto é, o tempo de acumulação será o decorrente entre cada contribuição e a data do resgate ou da percepção do benefício.

Por meio desses exercícios evidencia-se que, para grande parte dos contribuintes é melhor permanecer com a tabela progressiva tradicional, que prevê alíquotas de 15% e 27,5% e o IRRF é deduzido na declaração de ajuste anual. Nesses termos, a tabela regressiva – que prevê alíquota de 35% a 10% reduzidas de acordo com o tempo de acumulação – penaliza os benefícios mais baixos e sua tributação é definitiva, ou seja, não é dedutível da declaração de ajuste anual.

A compreensão desse fato apresenta um argumento contra o objetivo da mudança na legislação, por meio da qual o governo se propôs a estimular o crescimento dos aportes nos planos de previdência complementar, mostrando que ainda há necessidade de desenvolvimento nos modelos para que se criem estímulos tributários mais amplamente absorvidos pela população a fim de proporcionar o crescimento mais expressivo das

reservas do setor. Por outro lado, mais uma vez, apresenta-se a tendência de aproximação do modelo brasileiro de tributação ao aplicado nos Estados Unidos, na medida em que enfatiza o conceito de tributação diferida, ou seja, com a tributação incidindo no período do gozo do benefício.

Um estímulo importante que está sendo preparado pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) para a formação de poupança de longo prazo é a possibilidade de o investidor utilizar suas reservas como garantia de empréstimos ou pelo menos no crédito habitacional. Segundo informações da Secretaria de Previdência Complementar (SPC, 2006), nos Estados Unidos essa possibilidade é utilizada em 15% do estoque dos planos 401(k) (similares aos PGBLs – Plano Gerador de Benefício Livre). Isso eleva a propensão ao aporte de longo prazo, já que em vez do investidor poupar duas vezes para ter uma garantia ele poupa no PGBL e dá suas cotas como colateral do empréstimo imobiliário. Isso diminui o risco do banco ou da construtora, que tem um ativo para executar em caso de inadimplência. A grande vantagem da utilização do dinheiro aplicado para a aposentadoria como garantia de crédito imobiliário é a redução do risco de quem concede o crédito, o que não só facilita a liberação do empréstimo como pode ajudar a obter taxas de juros mais reduzidas.

2.3.2 Limites à Aplicação em Ações e Investimentos fora do País pelos Investidores Institucionais

Mantendo a ótica sobre o ambiente encontrado pelos investidores institucionais, mas deslocando-se um pouco dos aspectos estritamente tributários, esta seção apresenta uma rápida discussão a respeito de algumas características do conjunto legal e regulatório que limita a aplicação dos recursos dos fundos de pensão em ações. Essa discussão é importante porque, em alguma medida, tal limitação reduz a possibilidade de inversão de recursos no mercado acionário, que poderia provocar maior liquidez e valorização dos papéis.

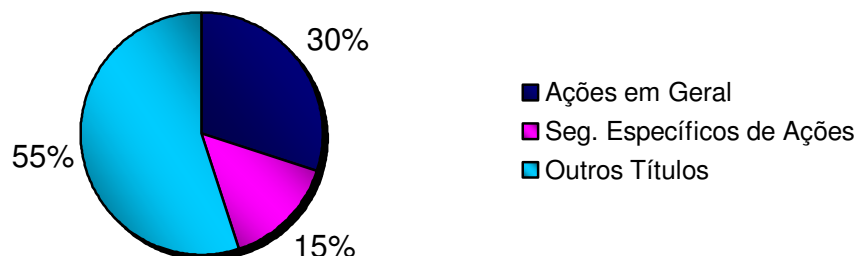
Rieche (2005) explica que, o regime de previdência complementar no Brasil é operado pelas entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs), conhecidas

popularmente como fundos de pensão, e pelas entidades abertas (sociedades anônimas com fins lucrativos). As EFPCs fazem parte do Sistema Financeiro Nacional (SFN) na qualidade de operadoras. A função de entidade de fiscalização e supervisão cabe à Secretaria de Previdência Complementar (SPC), enquanto a função de órgão normativo cabe ao Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC), órgão colegiado integrante da estrutura do Ministério da Previdência Social.

Ao Conselho Monetário Nacional (CMN) compete a tarefa de determinar as diretrizes referentes às aplicações dos recursos dos fundos de pensão. Essa regulamentação ocorre por meio de resoluções que estabelecem limites máximos de aplicação em diferentes classes de ativos, seguindo o disposto no parágrafo segundo do Art. 9º da Lei Complementar 109, de 29/05/2001, que veda “o estabelecimento de aplicações compulsórias ou limites mínimos de aplicação”. Em se tratando de entidades com grande capacidade de geração de poupança de longo prazo, tal proibição evita um eventual direcionamento político dos recursos e representa um significativo avanço em relação ao tratamento dispensado pela lei anterior ao mesmo tema (Art. 15 da Lei 6.435, de 15/07/1977).

Nos últimos anos, a legislação referente a investimentos tem passado por várias mudanças, seja para permitir a aplicação em novos instrumentos financeiros, seja para estabelecer a adoção de determinados procedimentos ou instrumentos de gestão de riscos. Em março de 2001, o Conselho Monetário Nacional (CMN) publicou a Resolução 2829 que alterou de forma discricional os percentuais máximos que poderiam ser aplicados pelos fundos de pensão em investimentos de renda variável. A Resolução determinou que no máximo 45% dos recursos do plano de benefício definido estivessem aplicados em investimentos de Renda Variável. Aplicações em ações em geral não poderiam exceder a 30% dos recursos e para chegar ao limite de 45% os fundos de pensão deveriam aplicar em papéis de segmentos específicos, entre eles o Novo Mercado, conforme exemplificado pelo Gráfico 5.

Gráfico 5
Possibilidades de Alocação de Recursos para Planos de Benefício Definido



De acordo com as novas regras, os fundos de pensão desenquadrados tinham até o mês de setembro de 2002 para reduzir suas aplicações em ações, de maneira que o montante aplicado não excedesse a 45% do total dos recursos, no caso dos planos de benefício definido.

Além da especificação do percentual máximo a ser aplicado em ações, as Resoluções CMN 2829/01 e 2850/01 também subdividiram a aplicação dos recursos entre vários segmentos e carteiras, priorizando o modelo de contribuição definida, estabelecendo quatro segmentos, quais sejam:

1. Renda fixa (até 100% dos recursos);
2. Renda variável (até 60% ou 45% dos recursos, dependendo do plano, conforme mostrado acima como exemplo para os planos de benefício definido);
3. Imóveis (decrescente de 16% em 2002 até 8% em 2009);
4. Empréstimos e financiamentos (até 10%).

Outras determinações foram:

- Disposições específicas para a aplicação em fundos, relativamente à taxa de performance e vedação à realização de operações alavancadas com derivativos;

- Vedação à realização de operações de *day-trade* e a aplicação em ações de companhias não listadas no Novo Mercado ou Nível 1 da Bovespa, salvo se tiverem realizado a sua primeira distribuição pública de ações anteriormente a 31/03/2001.

Além disso, os recursos tiveram que passar a ser discriminados, controlados e contabilizados individualmente para cada plano de benefícios (sendo vedadas as operações entre planos); os derivativos passaram a ser enquadrados nos limites de acordo com o seu valor notacional; passou a existir um “custodiante consolidador”, que se responsabiliza pela consolidação e efetivo acompanhamento das movimentações dos ativos, mesmo que estes se encontrem custodiados em várias instituições; e consolidou-se o direcionamento para que as entidades fechadas de previdência complementar passassem a poder ter maior exposição à renda variável, desde que os ativos sejam de emissão de empresas com boas práticas de governança (Novo Mercado e Níveis 1 e 2 da Bovespa).

Atualmente, a principal norma relacionada aos investimentos de fundos de pensão é a Resolução CMN 3.121 e suas alterações. Nela foram mantidos os quatro segmentos possíveis para aplicação dos recursos apresentados inicialmente pela Resolução 2.829, quais sejam: renda fixa, renda variável, imóveis e empréstimos e financiamentos, além de reforçar, em linhas gerais, as diretrizes em favor da transparência e do controle de riscos.

Em um intervalo de praticamente nove anos houve 21 resoluções do CMN referentes a aplicações de recursos de fundos de pensão, destacando-se como principais: 2.324, 2.720, 2.829 e 3.121. A lista completa, entre novembro de 1996 e agosto de 2005, inclui ainda as seguintes: 2.405, 2.467, 2.518, 2.716, 2.791, 2.801, 2.810, 2.818, 2.850, 2.922, 3.002, 3.055, 3.116, 3.142, 3.232, 3.241 e 3.305.

As resoluções que trataram do percentual a ser aplicado em ações sofreram diversas modificações ao longo do tempo. O Quadro 2 resume as principais modificações e suas determinações:

Quadro 2

Modificações nos limites de aplicação em ações pelos Fundos de Pensão

Resoluções	2324, de 30/10/1996	2720, de 24/04/2000	2791, de 30/11/2000	2829, de 30/03/2001	3121, de 25/09/2003
Limites dos recursos garantidos para aplicação em Renda Variável	Até 50%	Até 60%	Suspendeu a 2720. Voltou a valer o limite de 50%	Até 60% para o plano de contribuição definida. Até 45% para demais planos	Até 60% para Novo Mercado ou Nível 2, até 45% para Nível 1 e até 35% para demais ações.

Elaboração Própria

Rieche (2005) comenta que, basicamente, a regulação mundial referente aos fundos de pensão segue dois modelos: os baseados no princípio da prudência (*prudent person rule*) e os quantitativos. Países anglo-saxões tendem a seguir a primeira linha e os demais, a segunda. Porém, o mais comum é que se observe uma combinação dos dois modelos, em diferentes proporções. Por sua vez, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) estabeleceu diretrizes ou boas práticas para regulação de fundos de pensão.

De forma geral, os países anglo-saxões, com tradição legal de Direito Consuetudinário (*Common Law*), adotam o princípio da prudência, no qual usualmente se estabelecem recomendações de caráter amplo e poucas restrições quantitativas. As obrigações básicas dos fiduciários envolvem prudência, diversificação e lealdade em relação aos interesses do fundo de pensão e de seus participantes. Além do Reino Unido e dos Estados Unidos, seguem essa linha a Austrália, o Canadá e a Irlanda. Mesmo nestes países há restrições quantitativas quanto a inversões da EFPC em suas patrocinadoras, que variam entre 5% e 10% dos recursos. Alguns países que não são anglo-saxões também adotam esse princípio, como, por exemplo, Itália, Japão e Holanda.

No Brasil, onde se segue o Direito Civil (*Civil Law*), tradicionalmente as regulações são quantitativas, ou seja, com estabelecimento expresso de limites quantitativos, embora nos últimos anos tenha se verificado uma combinação, ainda que não muito acentuada, entre os dois tipos de regulação. Rieche (2005) demonstra que, frente aos outros países, o detalhamento da legislação brasileira é maior, mas isso não representa necessariamente uma

desvantagem, uma vez que na prática é difícil avaliar qual dos dois tipos de regulação é melhor. Os estudos com esse propósito sugerem que, na média, restrições quantitativas são onerosas, pois impedem que os portfólios apresentem alocação ótima, ao passo que são gerados retornos maiores quando se aplica o princípio da prudência.

No tocante à legislação internacional, salvo exceções, investimentos diretos no exterior são permitidos, conforme pode ser observado na Tabela 3. A aplicação de parte dos recursos em outros países reflete o emprego da teoria de seleção ótima de portfólio (diversificação) em nível global. Em algumas nações, os ativos internacionais representam menos de 10% dos recursos (como na França e na Alemanha), enquanto em outros, como Estados Unidos, Inglaterra, Japão, Canadá, Suíça e Austrália, os fundos de pensão têm aproximadamente 20% de seus recursos aplicados em ativos internacionais, conforme Boulier e Dupré (2003).

Tabela 3
Restrições Financeiras para Fundos de Pensão em Países Selecionados

País	Legislação vigente – limites máximos
Dinamarca	40% em aplicações ditas “de risco” (ações dinamarquesas e estrangeiras)
Alemanha	30% em ações européias, 6% em ações não-européias, 5% em títulos de renda fixa não-europeus e 25% em imóveis europeus
Bélgica	5% em títulos de renda fixa ou ações da mesma empresa (15% para a empresa patrocinadora do fundo), 40% em imóveis e empréstimos para financiamento de imóveis (não há imóveis estrangeiros) e 10% em ativos com liquidez de menos de um mês
Portugal	40% em ações e bônus estrangeiros e 50% em imóveis e empréstimos para financiamento de imóveis (não há imóveis estrangeiros)
Espanha	nenhuma
Holanda	5% na empresa patrocinadora
Irlanda	nenhuma

Fonte: Rieche (2005)

De acordo com a legislação brasileira, aplicações diretas no exterior sempre foram proibidas, talvez em função da dificuldade de fiscalizar tais investimentos e da necessidade de formação de poupança interna (a rigor, é possível aplicar por vias indiretas e de forma restrita, pois, atualmente, é permitido aplicar até 10% dos recursos em quotas de fundos de dívida externa e até 3% em ações emitidas por empresas com sede no exterior que atendam ao disposto no Art. 22 do regulamento anexo à Resolução 3.121, com redação alterada pelo Art. 1º da Resolução 3305). Seguindo os moldes observados internacionalmente, há restrição de inversão de 10% em títulos emitidos pela patrocinadora, além de restrições quanto às aplicações conjuntas realizadas pelo fundo de pensão e sua patrocinadora.

Sabe-se que, a aplicação de recursos e o estabelecimento de metas de desempenho são tarefas rotineiras dos fundos de pensão. Para o cumprimento de tais metas, torna-se necessário obter retornos em um ambiente essencialmente incerto e, portanto, arriscado. No que se refere à legislação, nota-se um esforço cada vez maior dos órgãos reguladores em monitorar e assegurar a qualidade do processo de gestão de riscos realizado nos fundos de pensão. A legislação brasileira já está de acordo com grande parte das diretrizes, ou boas práticas, estabelecidas pela OCDE para regulação dos investimentos de fundos de pensão e com as melhores práticas mundiais, mas continua em constante evolução.

O estudo de características que desenvolvam a acumulação de poupança de longo prazo e a regulamentação sobre sua aplicação é muito importante para o desenvolvimento do mercado de capitais, porque promove a formação de um montante expressivo de recursos disponível para a aplicação em ações, impulsionando a demanda pelos ativos e, conseqüentemente, seus preços e liquidez. O Quadro 3 apresenta uma comparação resumida dessas características entre EUA e Brasil, a fim de se analisar de maneira mais ampla os incentivos do mercado brasileiro para o investimento em ações.

Quadro 3
Características Ligadas à Regulamentação dos Fundos de Previdência e à Demanda
por Ações: Brasil x Estados Unidos

Variáveis	EUA	Brasil
Perfil e Forma de alocação da poupança	Previdenciária de Longo Prazo (alocada predominantemente no mercado de capitais)	Curto Prazo (alocada principalmente em títulos públicos)
Possibilidade da utilização dos recursos aplicados em planos de previdência como garantia de crédito imobiliário	Sim	Não (regulamentação ainda em avaliação)
Princípio base da regulamentação dos fundos de pensão	Princípio da Prudência (no qual se estabelecem recomendações de caráter amplo para os gestores)	Regulações Quantitativas (no qual se estabelecem limites quantitativos para os gestores)
Permissão para investimentos diretos no exterior pelos fundos de pensão	Sim (refletindo o princípio da seleção ótima)	Não

Fonte: Elaboração Própria

O perfil e a forma de alocação da poupança brasileira são fatores que contribuem pouco para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Isto ocorre porque a poupança interna, considerada pequena (cerca de 18% do PIB, segundo o Ministério da Fazenda [2004]), ainda é muito concentrada em títulos de dívida. Essa alocação se deve em grande medida às elevadas taxas de juros que vigoram na economia brasileira nas últimas duas décadas, que proporcionaram de ganhos elevados sem incorrer em maiores riscos, como no investimento em ações, reduzindo a demanda por esses ativos e, por conseguinte, a liquidez do mercado acionário. Nos Estados Unidos, o perfil da poupança difere do encontrado no Brasil por se concentrar basicamente em fundos de previdência, que, por premissa, têm um perfil de aplicação de longo prazo. Aliado a isso, a manutenção de taxas de juros em patamares mais baixos, propicia a aplicação de recursos no mercado de capitais em busca de maior rentabilidade, o que alavanca a demanda por ações e, por sua vez, incentiva a abertura de capital.

A possibilidade de utilização dos recursos aplicados em planos de previdência como garantia de crédito imobiliário é um incentivo adicional que a legislação

previdenciária norte-americana apresenta para a formação desse tipo de poupança. Essa possibilidade se torna um incentivo à medida que o aplicador percebe os recursos aplicados, servindo como previdência e formação de lastro para aquisição de imóveis, reduzindo a necessidade de formação de um *funding* para cada fim. No Brasil, ainda não há essa possibilidade, fazendo com que os fundos de previdência concorram com os recursos voltados à aquisição de imóveis, o que, em última instância, reduz sua possibilidade de acumulação.

Os princípios base da regulamentação dos fundos de pensão brasileiros e norte-americanos também divergem, pois, enquanto estes são baseados em recomendações de caráter genérico para os gestores, aqueles se baseiam em regulações quantitativas que definem limites percentuais para alocação de recursos pelos gestores. Essa diferença, estruturada com a finalidade de proteger o capital dos aplicadores quanto à exposição a riscos elevados, apresenta-se como limitadora em relação ao princípio da seleção ótima de recursos. Por outro lado, também limita o crescimento da demanda de ações pelos fundos de pensão, o que, em alguma medida, contribui para redução da velocidade do crescimento do mercado de capitais brasileiro.

Rieche (2005) defende o entendimento de que, a necessidade de formação de poupança interna influi na legislação brasileira à medida que impede de seguir a tendência mundial de permitir a liberação de aplicação de recursos no exterior. Essa característica influi na possibilidade de perfeita alocação de recursos pelo gestor do fundo, uma vez que reduz a liberdade de aplicação em ativos de outros países. Em contrapartida, reduz a competição entre os títulos locais e os externos pelos recursos dos fundos de pensão nacionais.

Além disso, é importante notar que, com as limitações impostas pelas sucessivas resoluções mostradas acima, as aplicações dos fundos de pensão em ações ficaram cada vez mais vinculadas às empresas com níveis mais elevados de GC. Dessa forma, abrem-se mais oportunidades de aplicadores potenciais para empresas que pretendam realizar processos de IPO, já vez que as novas emissões primárias na Bovespa só podem ser feitas seguindo as regras do Novo Mercado. Portanto, quanto maior for a quantidade de empresas promovendo a abertura de capital maiores serão as opções de investimento para os

investidores institucionais, elevando a liquidez e as possibilidades de valorização do mercado acionário brasileiro.

2.4 Resumo das Diferenças nas Estruturas de Tributação Brasileira e Americana e seus Impactos na Decisão de Abertura de Capital

O Quadro 4 mostra uma comparação entre aspectos importantes da estrutura tributária brasileira e da norte-americana, a fim de pontuar mais facilmente as principais diferenças entre elas e os efeitos dessas diferenças na decisão de abertura de capital e adoção do modelo padrão de governança corporativa.

Quadro 4

Aspectos da Estrutura Tributária Brasileira x Norte-Americana e seus Impactos na Decisão de IPO

Variáveis	EUA	Brasil	
	Característica	Característica	Efeito na decisão de realizar IPO
Complexidade do sistema tributário	Baixa	Alta	Desincentivo
Possibilidade de planejamento tributário em tributos indiretos	Baixa (indiretos basicamente concentrados no IVV)	Alta (indiretos com incidência diversificada: ICMS, Pis, Cofins, IPI, Cide, etc.)	Desincentivo
Vantagem competitiva pela não adoção de <i>full disclosure</i>	Baixa (prática de divulgação de informações é muito difundida)	Alta (aspectos estratégicos, fiscalizatórios e concorrenciais)	Desincentivo
Tributação mais elevada pela renda fixa que para renda variável	Sim	Sim	-
Dividendos podem ser considerados como despesa	Não	Não	-
Permissão de pagamento de Juros Sobre o Capital Próprio, com dedutibilidade da base de cálculo do IRPJ	Não	Sim	Incentivo
Dedutibilidade de juros sobre empréstimos da base de cálculo do IRPJ	Sim	Sim	-
Tributação sobre ganho de capital da valorização das ações	Sim	Sim	-
Beneficiário dos dividendos está sujeito à tributação sobre o valor recebido	Sim	Não	Incentivo
Forma de tributação sobre os planos previdenciários de contribuição definida	Diferida	Diferida (com possibilidade de opção por alíquotas decrescentes)	Incentivo

Fonte: Elaboração Própria

Dentre as características analisadas, tem-se que a complexidade do sistema tributário traz os maiores fatores que atuam como desincentivo à abertura de capital. A variedade de formas de se apropriar de vantagens tributárias cria incentivos muitas vezes determinantes para a decisão de se manter à margem do rigor fiscal e contábil necessário às empresas de capital aberto.

A necessidade de *full disclosure* traz implicações no sentido de exposição das companhias em termos de facilitar a ação fiscal à proporção que explicita fragilidades

tributárias, como também atua como fator negativo na estratégia de concorrência. Esta última ocorre à medida que facilita o acompanhamento das ações estratégicas da firma por seus concorrentes, uma vez que dada a baixa tradição de abertura de informações grande parte das empresas não disponibiliza seus números para o mercado.

Quanto à tributação da renda, a estrutura tributária brasileira tem tratamento similar ao encontrado nos Estados Unidos no tocante a: tributação mais elevada para a renda fixa que para a renda variável; não dedutibilidade dos dividendos da base de cálculo do IR; dedutibilidade dos juros sobre empréstimos; tributação dos ganhos de capital da valorização das ações; e o diferimento da tributação dos planos previdenciários. Essas características, portanto, aproximam-se do tratamento tributário mais utilizado internacionalmente, mas não chegam a se destacar como incentivos à abertura de capital ou aumento dos recursos disponíveis ao investimento em ações.

Já como estímulo à captação de recursos via abertura de capital, a estrutura brasileira tem como vantagens sobre a norte-americana: a possibilidade de dedução dos JSCP da base cálculo do IR; a não-sujeição do beneficiário de dividendos à tributação sobre o valor recebido; e a possibilidade de opção por alíquotas de IR decrescentes para os planos previdenciários de contribuição definida.

Conclusão

As características socioinstitucionais dos países são determinantes na composição dos modelos de governança em vigência nas empresas. Mudanças nesses modelos precisam ser muito bem avaliadas para que se consiga estimar o resultado de seus impactos na condução dos negócios. A decisão de abertura de capital, por si só, não deveria impactar na forma de condução dos negócios de uma empresa, uma vez que a mudança fundamental se daria apenas na estrutura de capital. Porém, para a proteção dos direitos de todos os acionistas, em especial dos minoritários, ao se tornarem companhias abertas as empresas devem se sujeitar às estruturas regulatórias que impactam nas práticas de governança utilizadas, cujos reflexos podem ser sentidos em vários aspectos, dentre eles o tratamento das questões tributárias.

Fatores objetivos como o valor das alíquotas definidas para cada tipo de tributo, bem como a dedutibilidade ou não de despesas da base de cálculo do Imposto de Renda, são determinantes para a mensuração do peso da carga tributária na formação dos preços ao consumidor e de sua comparação entre países. Entretanto, quando se pretende estudar os incentivos e dificuldades que uma estrutura tributária proporciona para a abertura de capital das empresas e implantação de modelos padronizados de governança corporativa, deve-se levar em consideração práticas concorrenciais e possibilidades de planejamento para redução da carga tributária na perspectiva microeconômica.

Conforme apresentado no Capítulo I, pelas regras do Novo Mercado a decisão de abertura de capital na Bovespa pressupõe a adoção de estruturas padronizadas de governança corporativa que incorporem: implantação de Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Comitê de Auditoria, *full disclosure* das informações financeiras, emissão apenas de ações ordinárias, dentre outras. Essas características implicam mudanças de comportamento importantes no tocante ao perfil da estrutura societária, características de gestão e regulatórias que acabam influenciando na própria decisão de abertura de capital.

No que se refere aos impactos que as estruturas padronizadas de GC trazem para as questões regulatórias, a implantação de Conselho Fiscal e do Comitê de Auditoria,

juntamente com *full disclosure* das informações financeiras, têm relação direta com o tratamento das questões tributárias para muitas empresas brasileiras. Isso ocorre à medida que as novas características alteram a flexibilidade das firmas de se aproveitar de benefícios tributários provocados por brechas na legislação, ou restringir a possibilidade de correção de passivos fiscais sem impacto direto no resultado.

O Capítulo I explicitou essa situação mostrando a importância dada, dentro do modelo padrão de GC, à atuação do Conselho Fiscal e das auditorias externas no rigor para cumprimento da legislação tributária e normas contábeis. O Capítulo II mostrou os impactos que esse *enforcement* pode trazer para as empresas e seus resultados financeiros, via redução das possibilidades de apropriação de vantagens tributárias.

Os resultados da pesquisa mostram que, sem entrar na discussão do valor das alíquotas, a estrutura tributária brasileira no que tange à incidência, progressividade e apuração de bases de cálculo do Imposto de Renda, aproximou-se muito do padrão norte-americano, sendo atualmente, ainda mais incentivadora da abertura de capital que o modelo anglo-saxão. Um dos fatores que suportam esse entendimento é a possibilidade de dedução de juros remuneratórios sobre o capital próprio da base de cálculo do IR, que permite maior distribuição de lucros aos acionistas com benefício fiscal de tratamento do valor distribuído como despesa pela companhia distribuidora.

Outro benefício concedido no Brasil é o fato do beneficiário não estar sujeito à incidência de tributação sobre os valores recebidos a título de dividendos. Tal fato é importante porque representa ganhos de até 22,5% de economia tributária, comparativamente aos rendimentos gerados pela aplicação em títulos de dívida. Além do benefício sobre o recebimento de dividendos, há ainda a isenção da tributação sobre ganhos de capital quando a movimentação financeira não ultrapassa certos limites, o que é um estímulo à aplicação no mercado de capital por pessoas físicas.

Contudo, as características do sistema tributário brasileiro se mostram mais incentivadoras à aplicação de recursos pelos investidores e à abertura de capital pelas empresas apenas no âmbito dos impostos diretos, ou seja, os que incidem sobre a renda. Constata-se que, a complexidade da legislação no âmbito dos impostos indiretos, principalmente no tocante às diferenças de tratamento e alíquotas entre os Estados – o que

cria possibilidades de planejamento fiscal no âmbito do ICMS – ainda podem representar fortes motivos para a não-adoção de práticas de governança corporativa com *full disclosure*. Conforme observado ao longo do estudo, isso ocorre porque, dada a elevada participação dos tributos indiretos na carga tributária, os benefícios de planejamento tributário podem ser mais facilmente apropriados caso a empresa consiga manter maior sigilo sobre suas informações contábeis.

Por sigilo, entende-se menor exposição das práticas da empresa no que se refere ao tratamento tributário e aproveitamento de brechas legais, mas também a possibilidade de se corrigir erros na apuração e recolhimento de impostos, aguardando a prescrição dos passivos tributários criados. Esta última opção é praticamente inviabilizada em caso de *full disclosure* com auditoria de balanço sem ressalvas, pois as firmas de auditorias têm em seu escopo de trabalho a realização de análises de passivos tributários em nível similar, ou às vezes ainda mais aprofundado, que a própria fiscalização. Ao encontrarem passivos recomendam pagamento ou provisionamento com multa e correção, o que impacta o lucro apurado.

O problema da maior exposição das informações da companhia ocorre tanto para o fisco quanto para o mercado, pois como o volume de companhias que oferecem uma estrutura de informação *full disclosure* ainda é pouco representativo, essa abertura pode representar uma vantagem competitiva para os concorrentes que não publicam informações. Tal constatação se baseia no fato de que a maior exposição de informações ao mercado – por meio da obrigatoriedade de publicação de relatórios trimestrais com abertura dos resultados consolidados e informações sobre a condução dos negócios – permite aos concorrentes acompanhar de perto as estratégias sobre mercados de atuação, margens agregadas e comportamento dos custos das companhias abertas, permitindo, eventualmente, antecipar-se às ações concorrenciais.

Voltando ao tratamento tributário despendido aos potenciais aplicadores tradicionalmente importantes do mercado de ações, sob a ótica do estímulo ao à liquidez via crescimento dos fundos de pensão, mostrou-se que, a tributação sobre os planos previdenciários também se assemelha bastante à estrutura utilizada nos Estados Unidos. Visando à formação de uma poupança de longo prazo, mais consistente e estável, o governo

brasileiro provocou modificações na forma de incidência do Imposto de Renda sobre os rendimentos provenientes da previdência privada. Além do diferimento da tributação (incidência do imposto sobre os rendimentos apenas no momento do gozo do benefício), prática também utilizada nos Estados Unidos, no modelo brasileiro há uma possibilidade de redução importante das alíquotas a serem utilizadas na tributação quando se opta pelo modelo de alíquotas decrescentes à medida que os recursos permanecem aplicados por mais tempo. Esse incentivo também compõe o esforço em fazer com que o modelo brasileiro tenha características tão ou mais atrativas que o modelo americano no âmbito dos tributos diretos, no que abrange a formação de poupança com potencial para aplicação no mercado de capitais.

Em síntese, o estudo mostrou que a estrutura de tributação sobre a renda no Brasil traz incentivos reais à realização de abertura de capital pelas empresas. Porém, no processo de tomada de decisão de abertura de capital é necessária a avaliação de todos os aspectos intrínsecos à realidade de uma companhia aberta. Nessa nova realidade, o rigor fiscal/contábil trazido pelo modelo padrão de governança corporativa, expõe características da estrutura tributária brasileira que podem pesar contra a decisão de realização de IPO. Essas características estão relacionadas à complexidade tributária e possibilidade de benefícios fiscais que incentivam a condução da companhia para caminhos menos formais de operação, incompatíveis com o modelo de governança corporativa necessário na condição de empresa de capital aberto.

Assim, diferentemente do que se pode dizer de que o sistema tributário brasileiro como um todo seja empecilho ao aumento do número de IPO, nota-se que no tocante aos tributos diretos a legislação brasileira é bem desenvolvida e se posiciona como forte incentivador desse movimento. Melhorias relevantes a serem implementadas, que impactam diretamente na decisão de abertura de capital, estão no âmbito dos tributos indiretos, notadamente o ICMS, onde as características brasileiras podem representar fator fortemente negativo de acordo com o segmento de mercado em que se opera. Setores que têm forte composição da tributação baseada no ICMS (como comércio atacadista e varejista, por exemplo) sofrem maior impacto das distorções provocadas pela legislação desse tributo. Nesses segmentos, os custos de oportunidade do maior rigor fiscal e contábil

podem ser relevantes para a decisão de abertura de capital. Por outro lado, para os segmentos sem grande relação com a tributação estadual (como construção civil, bancos, prestação de serviços, etc), os aspectos da estrutura tributária brasileira, apontados como negativos no estudo, não têm tanta interferência, sendo portanto estimulados pelas características positivas encontradas nos tributos diretos.

A unificação da legislação do ICMS e o estabelecimento de alíquotas uniformes por mercadoria ou serviço em todo o território nacional, são ações fundamentais para redução da complexidade tributária e correção das distorções criadas pela atual estrutura tributária. Também é importante nesse processo, a vedação expressa da concessão de quaisquer benefícios ou isenções fiscais pelos estados, determinando que vantagens financeiras a contribuintes sejam dadas pela via orçamentária. Quanto à questão de origem e destino, entende-se que o modelo de tributação baseado no destino, é outro fator que contribui para a redução da competição tributária entre os estados, fazendo com que as empresas priorizem características operacionais e econômicas ao decidirem sobre o local onde realizarão seus investimentos.

Esse conjunto de alterações, na composição e forma de incidência da estrutura tributária brasileira, tende a reduzir as possibilidades de “engenharia tributária” no campo do ICMS, reduzindo a importância desses artifícios na composição do resultado operacional das empresas brasileiras. Com a maturação desse processo de ajuste, espera-se que mais companhias aumentem o grau de formalidade na condução de seus negócios, reduzindo os desestímulos que atualmente o Sistema Tributário Brasileiro impõe à aos processos de abertura de capital e à adoção de estruturas padronizadas de governança corporativa.

Referências Bibliográficas

- ABREU, A.F. (2004) Um estudo sobre a estrutura de capital e a política de dividendos considerando a tributação brasileira. Depto de Contabilidade, USP, São Paulo.
- AGUIAR, C.G.P. (2005) Governança Corporativa e Geração de Valor. Instituto de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro.
- ALDRIGHI, D.M. & NETO, R.M. Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 25, nº 2 (98), pp. 115-137, abril-junho/2005.
- ARAÚJO, E. O Famoso IVA: Esse Desconhecido. Informe SF n. 5. Rio de Janeiro: BNDES, jan./2000.
- BABIC, V. (2003). *Corporate Governance Problems in Transition Economies*. Winston-Salem: Wake Forest University (Social Science Research Seminar).
- BECHT, M., P. BOLTON & A. RÖELL (2002), *Corporate Governance and Control*. Cambridge: National Bureau of Economic Research (Working Paper 9371).
- BIASOTO Jr, G. (2001), O ICMS hoje: avanços e questões em aberto sobre a tributação do consumo no Brasil. IBMEC, artigos.
- BOLETIM ELETRÔNICO ANAPAR. Tabela Regressiva deve Aumentar Imposto de Renda de Participantes, Brasília, Ano V - nº 154, mar/2005.
- BORGES, L.F.X. & SERRÃO, C.F.B. (2005). Aspectos da Governança Corporativa Moderna no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, V.12, N.24, P. 111-148, dez/2005.
- BOULIER, J., DUPRE, D. Gestão financeira dos fundos de pensão. São Paulo: Pearson Education, 2003.
- BOVESPA (2007). www.bovespa.com.br
- BRIDGER, G.V. Governança Corporativa e os Efeitos da Adesão a Níveis Diferenciados de Governança sobre o valor no Mercado de Capitais Brasileiro. EFG – EPGE. Julho, 2006.
- BYRNE, John A. No excuses for Enron's Board. Business Week, United States, n. 3793, p. 50, 2002.
- CARMO, L.U. (2006) Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. www.ibcg.org.br.

- CHAGAS, S.L. (2005). Breve Estudo Sobre a Natureza das Ações Preferenciais. IE Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- CNI.PEC, Financiamento no Brasil: desafio ao crescimento. Brasília, 2003.
- COOPERS, P.W. (2004) retirada do site: www.pwc.com.br.
- COOPERS, P.W. (2006) Clipping Legis: alterações nas práticas contábeis recomendadas pelo IBRACON. São Paulo.
- CORRÊA, V. P. & VIEIRA, E. R (1999). Fundos de Pensão, regulação e a discussão de "corporate governance". *In: Anais SEP*, Porto Alegre/RS.
- CORRÊA, V. P. & VIEIRA, E. R (1999). Aplicações dos fundos de pensão e os ambientes institucionais - a influência da regulação e das estruturas de "corporate governance" e algumas indicações para o caso do Brasil.
- CRUZ, F.C. (2003) Benefícios Privados de Controle, ambiente legal e desenvolvimento do mercado de capitais: um estudo do caso brasileiro. Dissertação de Mestrado, EPGE, FGV.
- DE PAULA, G. M., (2003). Governança Corporativa no Brasil e México: Estrutura Patrimonial, Práticas e Políticas Públicas. IE Universidade Federal de Uberlândia.
- SILVEIRA, A.D.M. Governança Corporativa em Empresas de Controle Familiar: Casos de destaque no Brasil. IBCG, São Paulo, Agosto de 2006.
- DYCK, A., ZINGALES, L. (2002). Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, forthcoming.
- DOS SANTOS, L.A., Planos de Contribuição Definida: porque o Governo quer limitar os fundos de pensão dos servidores públicos. Revista da Câmara dos Deputados. Brasília, novembro de 2000.
- FERREIRA, C.V. A abertura de capital contagia e muda a cultura das companhias. Valor Econômico, 26 de outubro de 2005.
- GOYOS Jr., Durval Noronha. Dicionário Jurídico. São Paulo: Observador Legal, 2003.
- HART, O. (1995). Firms, Contracts, and Financial Structure, *Oxford University Press: London*.
- HIMMELBERG, C., HUBBARD, G., LOVE, I., *Investor protection, ownership and the cost of capital*. Unpublished Working Paper, Columbia University, 2001.

IBGC (2004). Código de melhores práticas de governança corporativa. Disponível em:

www.ibcg.org.br. Acesso em: 12 –fev-2007.

LA PORTA, R., SHLEIFER, A., LOPEZ-DE-SILANES, F. VISHNY, R. *Law and Finance. Journal of Political Economy*, v. 106, p.1113-1155, 1998.

LA PORTA, R., SHLEIFER, A., LOPEZ-DE-SILANES, F. VISHNY, R. (1999) “*Corporate Ownership Around the World*”. *Journal of Finance*, vol. LIV, no. 2, April.

MALE, J.G. Redesenhando a linha entre o conselho de administração e o CEO. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. In: *Experiências de Governança Corporativa / Harvard Bussiness Review*, Rio de Janeiro: Campus, 2001, p. 184-197.

MALIENI, W. Estudo Comparativo entre os Conselhos Fiscais Brasileiros e os Comitês de Auditoria Existentes no Modelo Anglo-Saxão de Governança Corporativa. IBCG Jan./2005.

MAYER, M. C. J., & WHITTINGTON, R. (1999). ‘Strategy, structure and ‘systemness’: National institutions and corporate change in France, Germany and the UK, 1950–1993’. *Organization Studies* 20: 933–959

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Reformas Microeconômicas e Crescimento de Longo Prazo. Secretaria de Política Econômica, Brasília, 2004, p. 53-60.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Site Oficial:
www.fazenda.gov.br/spe/publicacoes/reformasinstitucionais/estudos/Texto_VersaoFinal5.pdf

MINISTÉRIO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL. Secretaria de Previdência Complementar. Estatísticas. Site Oficial: www.previdencia.gov.br/spc.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. The American Economic Review*, vol. LIII, n3, junho de 1963.

MONFORTE, J.G. Mercado de Capitais e Governança Corporativa. Valor Econômico, Set./2004.

MONKS, R.A.G. & MINOW, N. *Corporate Governance*. 2ª Edition United States: Blackwell, 2001.

MOURA, A.R., Tributação no Mercado Financeiro e Inconsistência Temporal: o caso Brasileiro. Seminário ANBID. São Paulo, novembro de 2005.

- NENOVA, T. (2003). The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis, *Journal of Financial Economics*, 68 325-351.
- NIERO, N., Novo Mercado Alavanca Carreiras. Publicação Executivo de Valor, Jornal Valor Econômico, Março de 2007, 22-24.
- NOVAES, A. (2004) Mercado de Capitais: lições da experiência internacional. Artigo produzido no âmbito do convênio Anbid-IEPE/CdG.
- NOVAES, A. (2005) O alongamento da dívida pública e a taxaço do mercado financeiro brasileiro. Convênio ANBID e IEPE/CdG - Relatório Preliminar.
- ONAGA, M. Empresas sem dono. Portal Exame. www.portalexame.abril.com.br, 26 de janeiro de 2006.
- OMAN, C. (2001). *Corporate Governance and National Development*. Paris: OECD Development Centre (Technical Papers 180).
- PINHEIRO, A.C. Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: em direção a uma agenda de reformas. Seminário promovido pelo convenio ANBID/IEPE-CdG, dez/2004.
- RIBEIRO, L.L., O modelo brasileiro de private equity e venture capital. Dissertação de Mestrado – Universidade de São Paulo, 2005.
- RIECHE, F.C. Gestão de Riscos em Fundos de Pensão no Brasil: Situação Atual da Legislação e Perspectivas. *Revista do BNDES*, nº 23, junho de 2005.
- RIR, (2005). Regulamento do Imposto de Renda. Site da Receita Federal: www.receita.fazenda.gov.br.
- ROGERS, P., RIBEIRO, K.S. Governança Corporativa e Limites para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro: Análise do Risco Brasil. In: XXVII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. 2004.
- ROSS, S.A., WESTERFIELD, R.W. & JAFFE, J. F. *Administração Financeira – Corporate Finance*. Sao Paulo: Atlas, 1995
- SILVA, D.C.D. Pulverização do Controle Acionário: consequências para o mercado de capitais brasileiro. Revista da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais, agosto de 2006.
- SANTANA, M.H. O Novo Mercado e a Governança Corporativa. *Revista da CVM*. São Paulo, dezembro de 2001.

- SHLEIFER, A., & R. W. VISHNY (1996). *A Survey of Corporate Governance*. Cambridge: National Bureau of Economic Research (Working Paper 5534).
- SIFFERT Fo., N. (1999). Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, v. 5, nº 9.
- SILVEIRA, A.M. Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras. IBCG, Nov./2004.
- TOSTA DE SÁ, T. (2004). O Vôo da Águia. Artigo publicado no Jornal Valor Econômico, em 08 de janeiro de 2004.
- VALADARES, S. (2002). Estrutura de Controle e Propriedade de Empresas Brasileiras. BONOMO, M. (org). *Finanças Aplicadas ao Brasil*. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, pp. 275-298.
- VIEIRA, E.R. & CORRÊA, V.P. Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: Reflexões sobre os movimentos recentes. Fórum Banco do Nordeste de Desenvolvimento, VII Encontro Regional de Economia, Fortaleza, Julho de 2002.
- ZHANG, I.X., SIMON, W.E. & HALL, C.S. Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. University of Rochester, February of 2005.