

# O PACOTE FISCAL DE 1995

## ESTRATÉGIAS QUE OTIMIZAM OS RECURSOS DOS INVESTIDORES

★ Jairo Laser Procianoy

jlprocia@vortex.ufrgs.br

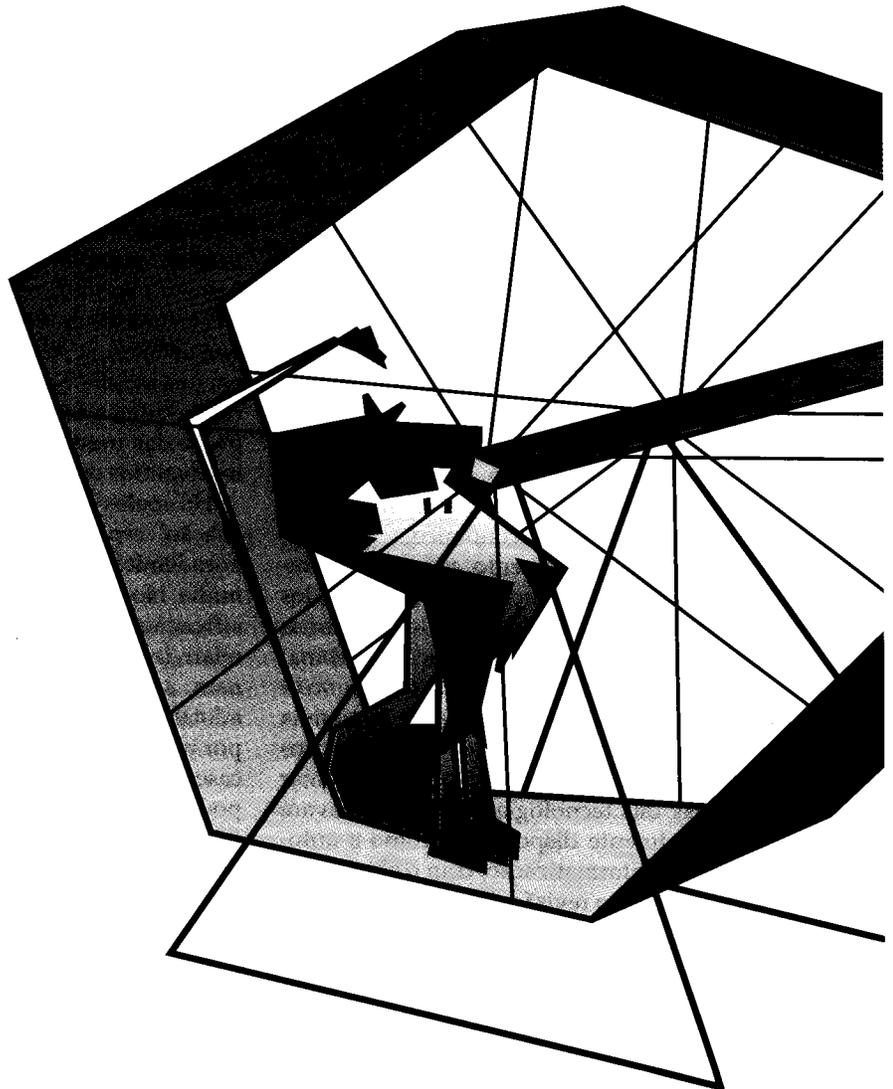
☆ Francisco O. V. Schmitt

**PALAVRAS-CHAVE:**

estrutura de capital, imposto de renda no Brasil, dividendos, legislação tributária brasileira, gestão financeira, investimentos no Brasil, benefícios fiscais brasileiros, pacote fiscal brasileiro, estratégia financeira.

**KEY WORDS:**

capital structure, Brazilian income tax, dividends, Brazilian tax legislation, financial management, investments in Brazil, Brazilian tax benefits, Brazilian financial package, financial strategy.



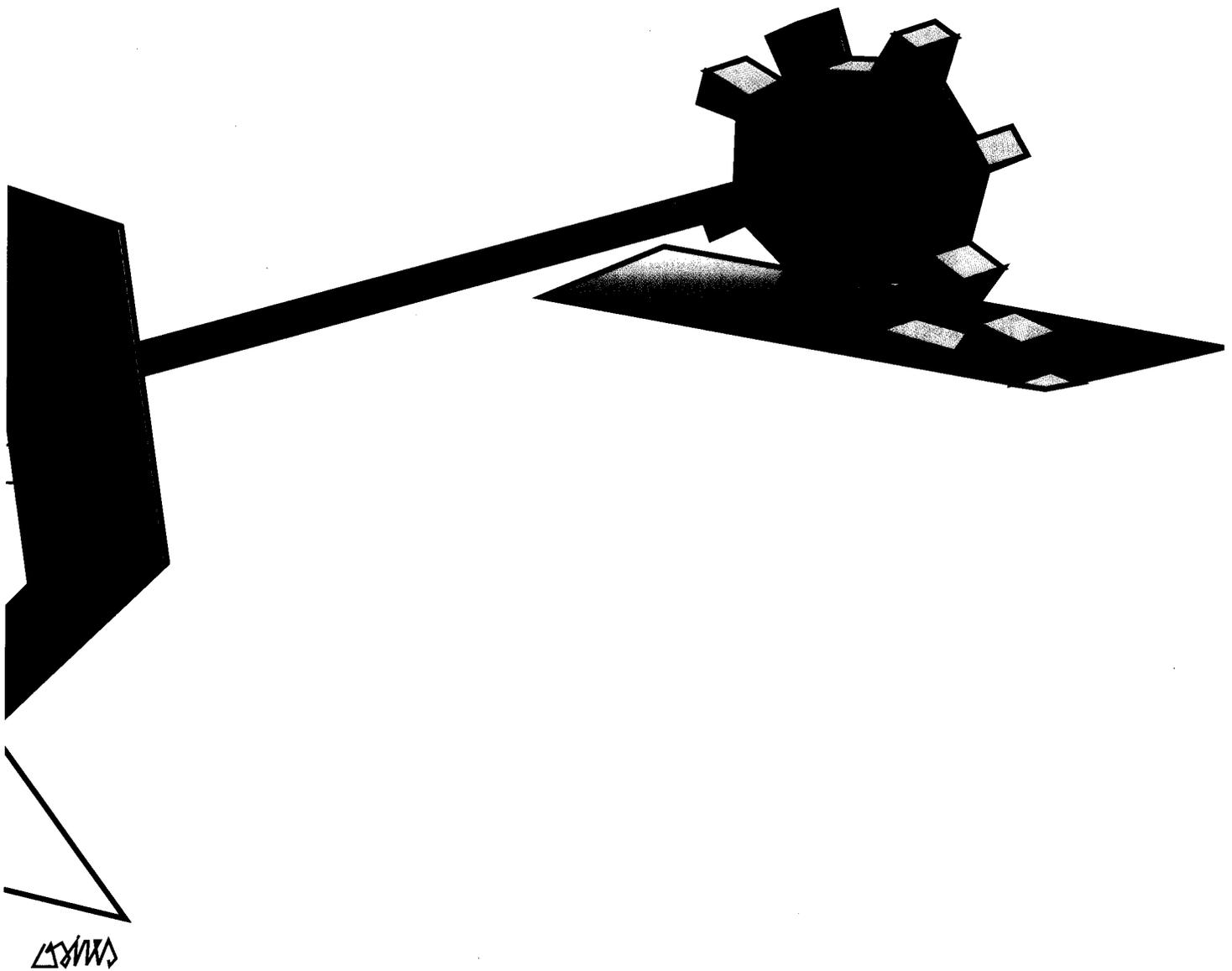
★ Professor de Administração Financeira na UFRGS e na FEA/USP

☆ Professor de Administração Financeira na UFRGS.

(rae@eaesp.fgvsp.br) Assinatura Email

Uma estratégia a ser utilizada pelos gestores após a modificação tributária da Lei nº 8.981/95, que aumentou substancialmente os impostos sobre lucros e limitou a utilização dos prejuízos fiscais acumulados.

*A strategy to the managers use after the tax legislation changes of the Law nº 8.981/95, which increased substantially the taxes on profits and limited the usage of past losses carry forward.*



**N**o Brasil, os gestores financeiros e os investidores deparam-se com freqüentes alterações na legislação tributária que afetam suas decisões, de financiamento para os primeiros e de investimento para os segundos.

Para um investidor, a mudança não-prevista de tributos pode inviabilizar o ganho planejado em determinada operação, simultaneamente criando oportunidades em outros tipos de aplicações.

Por outro lado, o gestor deve ser ágil em adaptar a política financeira da empresa em resposta a modificações tributárias, a fim de maximizar a riqueza de seus acionistas.

Numerosos são os estudos que comprovam a vinculação entre a estrutura de capital das empresas e a política de dividendos com a tributação incidente sobre as mesmas. Ver, por exemplo, Miller<sup>1</sup>, DeAngelo e Masulis<sup>2</sup>, Givoly *et. al.*<sup>3</sup>, Procianny<sup>4</sup>, entre outros.

Assim sendo, esperamos que as recentes transformações introduzidas pela Lei nº 8.981/95<sup>5</sup> provoquem nas empresas uma reconsideração de suas políticas financeiras, e, nos investidores, uma mudança nas suas preferências por investimentos mais adequados à nova legislação, especialmente por que as alterações agora introduzidas são significativas se comparadas com outras que as precederam.

Neste artigo, vamos analisar o impacto das modificações introduzidas pela Lei nº 8.981/95 para as empresas e para os investidores. Esta análise tem a intenção de sugerir aos gestores financeiros uma estratégia que os oriente no estabelecimento da política financeira das empresas, entendida aqui como a política de dividendos e a política de estrutura de capital.

A partir do cenário apresentado, iremos sugerir uma estratégia financeira apropriada para o momento atual das empresas e dos investidores, considerando as suas diferenças tributárias e outras particularidades.

Veremos que, de acordo com a teoria financeira, bem como com situações similares em outros países, onde a teoria teve comprovação empírica<sup>6</sup>, a Lei nº 8.981/95 terá como efeito maior sobre as empresas a indução a uma maior alavancagem (uso de dívida) e aumento nos *payout* dos dividendos, considerando algumas condições exclusivamente atinentes a determinada empresa na estratégia apresentada.

Por outro lado, os investidores terão preferência por receitas sujeitas a uma menor incidência de impostos, se comparados, por exemplo, juros ao invés de ganhos de capital ou dividendos.

O artigo está organizado da seguinte forma: primeiramente, analisamos o atual momento brasileiro, na seção seguinte apresentamos, de forma resumida, as principais modificações introduzidas pela Lei nº 8.981/95. Em seguida, apresentamos uma revisão bibliográfica da política tributária e a estrutura de capital das empresas; logo após, sugerimos uma atitude esperada dos gestores frente a estas modificações e propomos uma estratégia adequada. Posteriormente, especulamos sobre os motivos que poderiam levar os gestores a não se comportarem conforme a estratégia desenvolvida; e, finalmente, apresentamos nossas conclusões.

## PANORAMA ATUAL DO CONTEXTO ECONÔMICO-FISCAL BRASILEIRO

Ao final de 1994, o sentimento generalizado dos brasileiros era de otimismo<sup>7</sup>. Após um ano de acontecimentos marcantes, tais como a troca de padrão monetário em conjunto com um plano de redução da inflação e eleições presidenciais, o país terminava o ano com vários sinais positivos, indicando novos caminhos para o desenvolvimento e crescimento econômico.

O Plano Real completou com sucesso a sua transição da Unidade Real de Valor (URV) para a nova moeda, de uma forma suave e sem maiores surpresas. Contrariando práticas anteriores, desta vez não houve medidas arbitrárias. A inflação caiu de uma média de 42% ao mês no primeiro semestre de 1994 (variação de 732,27% do IGP-M/FGV<sup>8</sup>) para uma média de 2,6% ao mês no segundo

1. MILLER, Merton H. Debt and taxes. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 2, p. 261-75, May 1977.

2. DeANGELO, H., MASULIS, R. W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, v. 8, n. 1, p. 3-29, Mar. 1980.

3. GIVOLY, Dan, HAYN, Carla, OFER, Aharon R., SARIG, Oded. Taxes and capital structure: evidence from firm's response to the tax reform act of 1986. *The Review of Financial Studies*, v. 5, n. 2, 1992.

4. PROCIANOY, Jairo Laser. *Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989*. São Paulo: FEA, jun. 1994 (tese de doutorado).

5. BRASIL, Lei nº 8.981: altera a legislação tributária federal e dá outras providências, de 20 de janeiro de 1995.

6. PLESKO, George A. The tax advantage of corporate debt after tax reform: a direct test of anticipated tax rate changes on corporate leverage. *Unpublished Draft*, Sept. 1994, GIVOLY *et al.* Op. cit., GRAHAM, John R. Debt and the marginal tax rate. *Unpublished Draft*, Oct. 1994.

7. Price Waterhouse. *Demonstrações financeiras - guia 1994*, dez. 1994.

8. *Suma Econômica*, Edição 192, 1995.

semestre de 1994 (variação de 16.52% do IGP-M/FGV<sup>9</sup>), que, pelos padrões brasileiros, principalmente de anos recentes, é muito bom. Mais importante é que isso se deu sem congelamentos ou medidas artificiais de contingenciamento da economia.

Soma-se a estes fatores o altíssimo nível de reservas internacionais do país, cerca de US\$ 40 bilhões<sup>10</sup>, em parte financiadas por investidores estrangeiros que voltaram a investir expressivamente no Brasil no ano de 1994, quer na forma de investimentos especulativos em bolsa de valores, quer na forma de investimentos diretos em atividades produtivas<sup>11</sup>. Essas reservas deram ao governo a credibilidade necessária à manutenção da política cambial do Plano Real (âncora cambial).

Além disso, a economia encerrou o ano com crescimento do PIB (Produto Interno Bruto) da ordem de 5,7%<sup>12</sup>, excelente se comparado com anos recentes, abrindo perspectivas de crescimento ainda maior para 1995.

Diante deste quadro de maior estabilidade econômica, aliado ao início de um governo comprometido com as linhas-mestras desta política — uma vez que o atual presidente foi co-autor do plano na função de Ministro da Fazenda do governo Itamar Franco — as empresas voltam a crescer e o lucro reaparece nos balanços de muitas delas, antes castigadas por muitos anos de prejuízos.

No período anterior de instabilidade e recessão, as empresas não ficaram paradas: reduziram seu endividamento capitalizando-se, reorganizaram-se aplicando técnicas mais modernas de gestão, tais como Qualidade Total (TQC), Reengenharia, automação etc. Com isso, racionalizaram seus custos tornando-as mais competitivas e aptas à retomada saudável do crescimento.

Além disso, mudou o modelo de desenvolvimento proposto. Antes tínhamos o modelo de substituição de importações, liderado por grandes empresas estatais e empresas privadas nacionais. Era a época do nacionalismo e dos mercados fechados. Hoje, o modelo passa a ser o de inserção econômica competitiva em mercados globais. As palavras de ordem são privatização, competitividade, posicionamento no mercado, qualidade e globalização.

Infelizmente, dois acontecimentos viriam frear o entusiasmo do fim do ano: a crise cambial do México, que provocou pânico nos investidores invertendo o fluxo de capital no Brasil, lançando dúvidas quanto à capacidade de fechamento da conta corrente do balanço de pagamentos no ano de 1995 e a intempestiva publicação da MP (Medida Provisória) nº 812, alterando regras do IR (Imposto de Renda) das empresas no final de 1994. Com isso, o Governo, inegavelmente, perde credibilidade ao dar continuidade à antiga prática de introduzir mudanças abruptas na legislação com objetivo único de arrancar recursos do contribuinte para corrigir seus erros de planejamento e excessos de caixa. A forma atabalhoada com que a medida foi promulgada pode abrir possibilidade de contingência fiscal, a exemplo do que vimos em abundância em anos recentes, uma vez que a mesma, segundo especialistas, fere princípios jurídicos estabelecidos, como, por exemplo, a necessidade de ampla divulgação da legislação em um ano para que passe a vigorar no seguinte.

Neste sentido, a conjuntura econômica para 1995 apresenta vários e interessantes desafios para os gestores financeiros, tendo como componentes principais, em primeiro lugar, uma árdua luta do Governo contra o seu eterno déficit, luta esta que terá como ingrediente, não temos dúvida, uma crescente voraci-

**Espera-se que o efeito das modificações tributárias ora introduzidas represente um significativo aumento do endividamento das empresas para se protegerem contra a tentativa do Governo de elevar os impostos pagos pelas mesmas, mesmo que essas empresas não necessitem destes recursos para novos investimentos.**

9. Idem, *ibidem*.

10. TREVISAN, Antoninho Marmo. Crise no Brasil vende jornal. Nelson Rodrigues já dizia isso em 1957. *Revista Exame*, 29 de março de 1995.

11. Price Waterhouse. Op. cit.

12. TREVISAN, Antoninho Marmo. Op. cit.

dade fiscal, frente à qual os contribuintes só podem reagir com planejamento fiscal e decisões que melhor se adequem às modificações tributárias introduzidas, minimizando seus efeitos.

Em segundo lugar, com a queda expressiva da inflação e a conseqüente estabilidade econômica, deve haver um aumento generalizado do poder aquisitivo, uma vez que a economia fica desonerada dos pesados custos inflacionários, fato este que provocará o aquecimento do consumo.

Assim sendo, teremos forte demanda por investimentos, e conseqüente demanda por caixa, quer para enfrentar a crescente competição, fruto da irreversível globalização econômica, quer para recuperar a defasagem competitiva estabelecida no período recessivo que vivemos no início da década.

Esta pressão na demanda por investimentos será exponencializada devido ao conseqüente aquecimento da economia após prolongado período recessivo. Certamente, isto influenciará positivamente no crescimento das empresas com reflexos nos investimentos em capital de giro, que fatalmente terão que ser feitos.

**PRINCIPAIS MODIFICAÇÕES DA LEI Nº 8.981/95**

A Lei nº. 8.981/95 trouxe mudanças significativas na tributação das empresas, tendo como objetivo declarado pelo Governo a elevação de arrecadação por parte do tesouro nacional.

Para as empresas não-financeiras, embora a taxa básica de imposto de renda sobre o lucro permaneça a mesma (25%), foram criadas alíquotas adicionais que incidem sobre lucros maiores que determinados limites estabelecidos na Lei. Além disso, foi estabelecido um limite para compensação de prejuízos fiscais de anos anteriores em cada ano, tornando esta compensação diluída no tempo.

A contribuição social sobre o lucro foi mantida, aplicando-se a ela as mesmas normas de apuração e pagamento estabelecidas para o imposto de renda das pessoas jurídicas, mantidas a base de cálculo e a alíquota (10%). Também para a contribuição social valem as regras que limitam a compensação da base de cálculo negativa, apurada em anos anteriores, a 30% do lucro líquido ajustado na forma da Lei (art. 58).

As principais alterações introduzidas pela legislação foram as seguintes:

**a. adicionais<sup>1</sup>**

Artigo 39: o lucro real ou arbitrado da pessoa jurídica estará sujeito a um adicional do imposto de renda à alíquota de:

- I - doze por cento sobre a parcela do lucro real que ultrapassar R\$ 180.000,00 até R\$ 780.000,00;
- II - dezoito por cento sobre a parcela do lucro real que ultrapassar R\$ 780.000,00;
- III - doze por cento sobre a parcela do lucro arbitrado que ultrapassar R\$ 15.000,00 até R\$ 65.000,00;
- IV - dezoito por cento sobre a parcela do lucro arbitrado que ultrapassar R\$ 65.000,00.

**b. limitação de compensação de prejuízos fiscais.**

A base de cálculo do imposto de renda sobre o lucro e da contribuição social sobre o lucro, apuradas a partir de 01-01-1995, somente poderão ser reduzidas, por compensação de base negativa acumulada, em no máximo 30% (art. 42 e 58). As parcelas de prejuízos fiscais apurados até 31 de dezembro de 1994, não-compensadas em razão do disposto nestes artigos poderão ser utilizadas em anos-calendário subseqüentes<sup>2</sup>.

**c. desindexação**

A partir de 1995, o imposto de renda e a contribuição social passam a ser expressos em Reais e não mais em UFIR (art. 6º).

**d. mudanças na forma de tributação na fonte dos rendimentos de aplicações financeiras e também o retorno da sua inclusão na base de cálculo do**

imposto de renda, com a compensação do imposto antecipado (art. 65, 72 e 76).

Os rendimentos auferidos em aplicações financeiras de renda fixa (as debêntures se incluem nesta modalidade) passam a ser tributados na fonte a alíquota de 10% para qualquer investidor.

Também as aplicações em renda variável serão tributadas na fonte a alíquota de 10% para todos os investidores ressalvado aquelas alienações mensais inferiores a 5.000 UFIR para as pessoas físicas, com a diferença que o recolhimento será efetuado pelo próprio aplicador (art. 72).

Em ambos os casos, para as pessoas jurídicas que estiverem sujeitas ao regime de lucro real, estes rendimentos integram o lucro real, e os impostos retidos na fonte quando da alienação dos investimentos serão deduzidos do apurado no encerramento do período (art. 76). Caso a opção seja pelo lucro presumido, o imposto retido na fonte será definitivo.

Além disso, as perdas deste tipo de aplicação só poderão ser compensadas com lucros obtidos a posteriori em operações de mesma natureza (art. 72).

**e. volta da dedutibilidade (dos impostos e contribuições registrados pelo regime de competência, exceto os que estiverem suspensos por medida judicial (art. 41).**

**f. ampliação do valor da receita bruta para o recolhimento do imposto de renda pela modalidade de lucro presumido.**

Aparentemente, o aumento da receita bruta limite constituiu um incentivo a adoção do lucro presumido; entretanto, outras condições de obrigatoriedade de adoção do lucro real limitam o lucro presumido, na prática, a pequenas empresas.

**g. possibilidade de as empresas suspenderem ou reduzirem os recolhimentos mensais do imposto pelo lucro estimado, desde que comprovado, através da contabilidade, o excesso de pagamentos efetuados.**

A Lei nº 8.981/95 não modifica a tributação incidente sobre lucros ou dividendos distribuídos cuja alíquota continua sendo de 15% retidos na fonte<sup>3</sup>.

1. Na medida provisória nº 812 existia a clara indicação de que as alíquotas mais elevadas permaneceriam em vigor somente para o ano fiscal de 1995 o que com a aprovação da Lei nº 8.981/95 não acontece. A alíquota do adicional de 18% será reduzida para 15%, mas permanecerá pelos próximos exercícios sociais.

2. Neste caso, assim como o anterior, também encontramos diferenças entre a medida provisória e a Lei. A limitação da compensação dos prejuízos fiscais passados não ficou limitada somente ao exercício social de 1995.

3. HIGUCHI, Hiromi, HIGUCHI, Fábio Hiroshi. Imposto de Renda das Empresas - interpretação e prática. 20 ed., São Paulo: Atlas, 1995. CHARNESKI & ASSOCIADOS. Alterações no imposto de renda das pessoas jurídicas. Apostila, 1995.

Podemos então esperar que as empresas enfrentarão escassez de recursos para o financiamento de suas estratégias, devendo buscar as fontes mais baratas para elas, além de maximizarem o retorno para os investidores (que, de outra forma, investirão em outras alternativas).

Uma forma inteligente de enfrentar essa situação será a minimização do pagamento de impostos através de estratégias adequadas de financiamento.

Adicionalmente, devemos observar que esse cenário se apresenta num momento em que as empresas brasileiras não estão pesadamente endividadas (endividamento geral 40,9%<sup>13</sup>) e voltam a ter lucros razoáveis, tendo, portanto, certa liberdade para decidir sobre dividendos e alavancagem.

Ao tentar reduzir o consumo, o governo eleva as taxas de juros reais da economia. Nos meses de abril e maio, podemos ver uma queda brusca do nível de atividade econômica quando comparado aos meses anteriores. Mas, mesmo assim, verifica-se que a economia está operando em níveis superiores aos encontrados em igual período de 1994.

Como conseqüência da elevação da taxa de juros e das medidas restritivas ao consumo, a inadimplência de clientes junto a fornecedores e a de credores junto às instituições financeiras subiu bastante.

A necessidade de recursos para financiar o capital de giro pelo crescimento de demanda e pelo alto nível de inadimplência aliada à maior demanda na economia, indicando novos investimentos a médio prazo na capacidade produtiva, reforça a necessidade da decisão correta das fontes financeiras a serem utilizadas.

#### POLÍTICA TRIBUTÁRIA E ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS

A moderna teoria financeira das empresas teve início com o trabalho de Modigliani e Miller (M&M)<sup>14</sup>. Eles argumentaram e demonstraram que, sob determinadas condições, entre elas a ausência de impostos, a estrutura de capital das empresas e a política de dividendos são irrelevantes para o valor das mesmas.

Ante a crítica<sup>15</sup> que um modelo de política financeira que não levasse em conta os impostos seria irrealista, os autores publicaram novo trabalho<sup>16</sup>, desta vez incluindo os tributos sobre as empresas, onde reconheceram haver um ganho devido à alavancagem. Basicamente, o benefício fiscal da dívida seria obtido pelo fato de que a sua remuneração (juros que a empresa paga) é descontada do lucro tributável na forma de despesa. M&M demonstraram que o ganho devido à alavancagem é dado por:

$$G = V_l - V_u = T_c \times B, \text{ onde:}$$

G = Ganho com a alavancagem ou benefício fiscal da dívida

V<sub>l</sub> = Valor da empresa alavancada

V<sub>u</sub> = Valor da empresa não-alavancada

T<sub>c</sub> = Alíquota de imposto de renda da empresa

B = Valor de mercado da dívida da empresa = D/i

D = Valor de face da dívida

i = Taxa de desconto da dívida para papéis de risco equivalente

Uma fragilidade evidente deste modelo é que ele sugere que as empresas deveriam tender ao uso de 100% de dívida no financiamento dos seus ativos,

**Neste cenário, passa a ser interessante para as empresas a emissão de dívida com a utilização dos recursos assim levantados para a redução do investimento dos acionistas (através do pagamento de dividendos), elevando com isso a alavancagem da empresa e, conseqüentemente, reduzindo os impostos.**

13. Maiores e melhores. *Revista Exame*, p. 40, 1994.

14. MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. The cost of capital corporation finance and theory of investment. *American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-97, June 1958.

15. BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. Principles of corporate finance. 4 ed., São Paulo: McGraw Hill, 1991. ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jaffrey F. *Corporate finance. Irwin Series in Finance*, 3 ed., 1993.

16. MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. The cost of capital corporation finance and theory of investment: corporate income and taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-43, June 1963.

uma vez que o valor da empresa alavancada é tanto maior quanto maior for sua dívida, até o limite de 100%<sup>17</sup>.

Miller<sup>18</sup> aperfeiçoou o modelo original introduzindo, além dos impostos sobre as empresas, os impostos pessoais incidentes sobre as receitas dos investidores, sejam eles credores ou acionistas.

O modelo sugerido por Miller modifica o ganho devido a alavancagem para:

$$G = [1 - (1 - T_c)(1 - T_s) / (1 - T_b)] \times B, \text{ onde:}$$

$T_s$  = alíquota incidente sobre dividendos e ganhos de capital

$T_b$  = alíquota incidente sobre os juros auferidos pelos credores

O argumento de Miller tem importantes implicações para a estrutura de capital das empresas. Ele sugere a existência de uma taxa de juros de equilíbrio no mercado, estabelecida pela oferta de recursos por parte dos investidores na forma de dívida e a demanda destes mesmos recursos pelas empresas. Conclui-se que acima desta taxa tornam-se desinteressantes os benefícios fiscais da dívida e abaixo da mesma o endividamento seria estimulado. Com isto, existiria uma

estrutura agregada ótima de capital, isto é, o montante total de dívida e de capital próprio das empresas, para a economia como um todo. Além disso, segundo Miller os ganhos da alavancagem não seriam tão grandes quanto originalmente se pensava, uma vez que seriam, em parte, contrabalanceados com os impostos incidentes em nível de pessoa física dos investidores.

A partir de então, muitos autores buscaram desenvolver modelos de estrutura de capital como um compromisso (*trade-off*) entre o valor dos benefícios fiscais proporcionados pela dívida *versus* os custos de inadimplência (CI). Myers<sup>19</sup> denominou estes modelos de opção estática entre dívida e capital em oposição ao modelo dinâmico, conhecido como *Pecking Order Order*, de Myers e Majluf<sup>20</sup>.

No modelo estático, as empresas estabelecem uma meta de endividamento expressa pela razão entre sua dívida e seus ativos totais (*target debt-to-value ratio*) e se ajustam gradualmente para este objetivo. Em contrapartida, no modelo *Pecking Order* as empresas têm uma ordem de preferência por fontes de financiamentos, iniciando com recursos gerados internamente (lucros) que, uma vez esgotados, são complementados pela emissão de dívida nova e, como última fonte de financiamento, a empresa lança novas ações.

DeAngelo e Masulis<sup>21</sup> estenderam o trabalho de Miller analisando o efeito de outros benefícios fiscais (denominados substitutos pelos autores), tais como depreciação, incentivos e créditos fiscais, estoques de prejuízos fiscais a compensar etc., e introduziram no modelo a possibilidade de as empresas e os investidores terem alíquotas efetivas de impostos diferenciadas. Com suas hipóteses, demonstraram que existe um uso ótimo de dívida pelas empresas. Uma implicação importante do trabalho de DeAngelo e Masulis é a existência de uma estrutura ótima determinada endogenamente para cada empresa, de acordo com suas condições particulares.

Todos os modelos de estrutura de capital das empresas desenvolvidos nos últimos quarenta anos, admitem a influência maior ou menor dos impostos na decisão de alavancagem. Entretanto, a comprovação empírica dos modelos deixava a desejar.

Mais recentemente, a mudança significativa da legislação tributária americana (*Tax Reform Act*, 1986) constituiu-se em um experimento natural para a

**Já para a tomada de decisão por parte dos investidores, estes terão que considerar a diferença de taxaçoão entre as aplicaçoões de renda fixa (juros recebidos), ganhos de capital e dividendos de forma a minimizar o pagamento de impostos e maximizar o seu retorno.**

17. Para uma discussão completa, ver COPELAND, Thomas E., WESTON, J. Fred. *Financial theory and corporate policy*. 3 ed., Addison-Wesley, 1992.

18. MILLER, Merton H. Op. cit.

19. MYERS, S. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, v. XXXIX, p. 572-92, 1984.

20. MYERS, S., MAJLUF, Nicolas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

21. DeANGELO, H., MASULIS, R. W. Op. cit.

comprovação da influência dos impostos na determinação da política financeira das empresas. Autores como Makie-Mason, Givoly *et al.*, Plesko e Graham<sup>22</sup> obtiveram resultados expressivos utilizando novas metodologias de teste tomando como variável independente não a alíquota de IR máxima prevista na legislação, mas sim o valor marginal desta alíquota, além de outras variáveis que se consideram tradicionalmente como influenciadoras da decisão de endividamento das empresas<sup>23</sup>.

Estes resultados empíricos respondem em boa parte a argumentação de Miller<sup>24</sup> segundo a qual, embora a legislação tenha variado ao longo do tempo, o endividamento das empresas não acompanhou proporcionalmente, pois, na verdade, a taxa marginal deve ser calculada para cada empresa, não tendo muito sentido o seu cálculo como média para a economia como um todo.

Estes estudos mostram que os gestores e os investidores reagem às transformações tributárias buscando minimizar o pagamento de impostos e maximizar os ganhos, sendo praticamente unânime a crença de que os impostos devem ser importantes na decisão financeira.

A hipótese subjacente a praticamente todos os modelos de estrutura de capital é que taxa marginal elevada de impostos incentiva o uso de dívida como instrumento financeiro. Essa hipótese é atual e amplamente tão aceita que o imposto de renda americano (*Internal Revenue Service - IRS*) se reserva o direito de limitar a redução de impostos, via pagamento de juros, quando entender que o endividamento da empresa (*debt to equity ratio*) for excessivo, principalmente se este endividamento for devido a partes relacionadas, sejam elas empresas controladoras, controladas ou coligadas<sup>25</sup>.

Devemos observar que a taxa marginal de imposto (TMI), que em última análise, reflete o imposto incidente sobre as receitas adicionais da empresa, diminui com a existência de outros itens que reduzem o imposto a pagar das empresas, tais como estoque de prejuízos fiscais, amortização de P&D, investimentos em propaganda e *marketing* em geral, depreciação (inclusive a existência de contratos de *leasing* com depreciação acelerada), outros incentivos fiscais (PAT - Programa de Alimentação do Trabalhador, Sudene, Programas de Desenvolvimento Regionais, Sudam) etc. Desta forma, um período de recessão prolongada, como o vivido no Brasil de 1980 a 1993, com apenas breves períodos de aquecimento — frutos de planos econômicos — provavelmente provocaria uma redução na TMI, principalmente devido ao acúmulo de prejuízos fiscais a serem compensados com lucros futuros, não fosse a modificação na legislação.

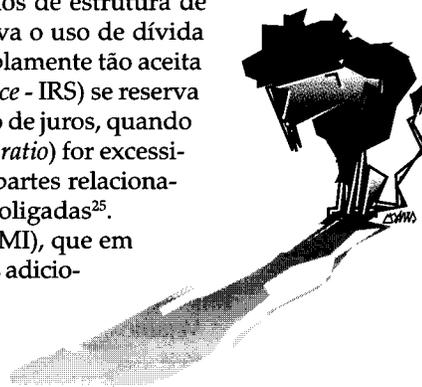
Neste momento, é bastante razoável imaginarmos que as empresas brasileiras teriam um nível de endividamento bastante reduzido devido à pouca, ou quase nenhuma, vantagem oferecida pelo uso do benefício fiscal da dívida.

### OS GESTORES FINANCEIROS DIANTE DAS ALTERAÇÕES TRIBUTÁRIAS: ESTRATÉGIAS POSSÍVEIS PARA A MAXIMIZAÇÃO DA RIQUEZA DOS INVESTIDORES

À luz da teoria financeira, brevemente discutida acima, percebemos que as empresas deverão reagir de forma diferenciada, de acordo com sua situação particular.

Dentre as muitas situações particulares possíveis, temos dois grandes grupos que se configuram nos extremos do espectro de possibilidades: empresas que decidiram fazer novos investimentos, pois têm projetos com valor presente líquido positivo; empresas que não têm projetos com valor presente líquido positivo, e, portanto, não têm investimentos novos a realizar.

As primeiras empresas tem três fontes possíveis de recursos para seus novos investimentos: lucros, emissão de ações e emissão de dívida. Conforme demonstrado por DeAngelo e Masulis<sup>26</sup>, existe uma taxa de juros de endividamento, endogenamente determinada para cada empresa, abaixo da qual a empresa obtém um ganho de alavancagem em função dos benefícios fiscais da dívida.



22. MAKIE-MASON, Jeffrey, K. Do taxes affect corporate financing decisions. *The Journal of Finance*, v. XLV, n. 5, Dec. 1990, GIVOLY *et al.* Op. cit., PLESKO, George A. Op. cit., GRAHAM, John R. Op. cit.

23. HARRIS, Milton, RAVIV, Artur. The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, v. XLVI, n. 1, p. 297-355, Mar. 1991.

24. MILLER, Merton, H. Op. cit.

25. ERNST & YOUNG. World-wide corporate tax guide and directory, 1991.

26. DeANGELO, H., MASULIS, R. W. Op. cit.

Neste caso, se os lucros da empresa forem insuficientes para financiar os novos investimentos, a emissão de dívida se constitui como a fonte de recursos que traz mais riqueza para os acionistas<sup>27</sup>.

Por outro lado, as empresas que não têm novos investimentos a fazer não necessitam de novos recursos e, em princípio, não têm por que alterar sua estrutura de capital. Entretanto, conforme ilustraremos a seguir, os gestores podem maximizar a riqueza dos acionistas se prevenirem a elevação das alíquotas de impostos com estratégias que aumentem os benefícios fiscais da dívida.

Espera-se que o efeito das modificações tributárias ora introduzidas represente um significativo aumento do endividamento das empresas para se protegerem contra a tentativa do Governo de elevar os impostos pagos pelas mesmas, mesmo que estas empresas não necessitem destes recursos para novos investimentos.

Evidentemente que este aumento será contrabalanceado por um aumento na taxa de juros no mercado de capitais, devido ao aumento da demanda por dívida que deverá nos conduzir a uma taxa de equilíbrio, conforme previsto por Miller<sup>28</sup>.

Neste cenário, passa a ser interessante para as empresas a emissão de dívida com a utilização dos recursos assim levantados para a redução do investimento dos acionistas (através do pagamento de dividendos), elevando com isso a alavancagem da empresa e conseqüentemente, reduzindo os impostos.

Esta estratégia terá o duplo benefício de maximizar a riqueza dos investidores além de permitir às empresas distribuírem dividendos a seus acionistas.

Já para a tomada de decisão por parte dos investidores, estes terão que considerar a diferença de taxaço entre as aplicações de renda fixa (juros recebidos), ganhos de capital e dividendos de forma a minimizar o pagamento de impostos e maximizar o seu retorno.

Vejam, a seguir, um exemplo ilustrativo desta estratégia.

#### UM CASO NUMÉRICO

A empresa em questão não tem prejuízos acumulados a compensar e nem dívidas (apenas para simplificar os cálculos, uma vez que sua inclusão não invalida as conclusões) e apresenta uma posição realizada, em 1994, conforme abaixo, em milhares de R\$:

S	= Valor Patrimonial das Ações no final de 1994	35.000
D	= Valor Contábil da Dívida	0
V	= Valor Contábil da Empresa = S + D	35.000
LL	= Lucro Líquido em 1994	5.000
LAJIR	= Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda para 1995	12.000

No nosso exemplo, não seriam necessários recursos adicionais para seus investimentos, já que estamos supondo que a empresa necessita de um total de R\$ 35.000.000 em ativos (capital próprio mais dívida) para aproveitar suas oportunidades de negócios. Os recursos a serem captados teriam a função de repor as saídas de caixa existentes na forma de dividendos pagos. O gestor desta empresa tem basicamente duas estratégias possíveis:

**\*Estratégia A** - a empresa paga o mínimo legal de dividendos (25%) sobre o lucro líquido de 1994 e capta no mercado, na forma de dívida, o valor equivalente.

**\*Estratégia B** - a empresa distribui 100% do lucro líquido de 1994 na forma de dividendos e igualmente capta a diferença na forma de dívida.

27. BREALEY, R. A, Myers. S.C. Op. cit.

28. MILLER, Merton H. Op. cit.

Teríamos para o período de 1995 então:

	A	B
LAJIR =	12.000	12.000
J = juros pagos pela empresa sobre os recursos que toma emprestado	775	3100
LAIR = lucro antes dos Impostos	11.225	8.900
IR e CS = Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	5.779	4.568
LL	5.446	4.332
S	33.750	30.000
D	1.250	5.000
V	35.000	35.000

onde:

J = taxa de juros que a empresa paga sobre a Dívida (D) = 62% ao ano, neste exemplo<sup>29</sup>. Sendo que:

#### Estratégia A

Dividendos distribuídos relativos a 1994	= 5.000 x 0,25	= 1.250
Dívida	=	1.250
Juros a serem pagos	= 1.250 x 0,62	= 775
Capital próprio	= 35.000 - 1.250	= 33.750
Imposto de renda e contribuição social	=	5.779

#### Estratégia B

Dividendos distribuídos relativos a 1994	=	5.000
Dívida	=	5.000
Juros a serem pagos	= 5.000 x 0,62	= 3.100
Capital próprio	= 35.000 - \$ 5.000	= 30.000
Imposto de renda e contribuição social	=	4.568

Os acionistas, tanto da estratégia "A" quanto da "B", investem os recursos (recebidos na forma de dividendos) em renda fixa (digamos, em um CDB - Certificado de Depósito Bancário). Esses recursos serão aplicados a uma taxa *i*, em geral menor que a taxa *J* que as empresas pagarão pela obtenção dos empréstimos de que necessitam.

No caso, cada investidor terá, em milhares de reais:

		Estratégia	
		A	B
1. Pagamento de dividendos da empresa	=	1.250	45.000
2. IRRF - Informe de Rendimentos e Retenção na Fonte (alíquota = 15%)	=	188	750
3. Recebimento líquido = dividendos - IRRF	=	1.062	4.250
4. Investimento em renda fixa	=	1.062	4.250
5. Taxa de aplicação (ao ano)	=	60%	60%
6. Alíquota de imposto sobre renda fixa	=	10%	10%
7. Rendimento líquido da aplicação	=	574	2.295
8. Riqueza do investidor	=	40.832	40.877

Sendo a riqueza total de cada investidor ao final do período (1995), quando não consideramos nenhuma valorização anormal nas ações fruto das estratégias tomadas, dada por:

**29.** Cabe salientar que a taxa de juros de 62% ao ano, neste exemplo, considera a inflação embutida. A taxa mensal equivalente é de 4,1% ao mês, o que significa um valor bastante inferior aos que vem sendo praticado no mês de maio de 1995. A variação de ambas, captação e aplicação, quando o *spread* for mantido o mesmo, representa um maior benefício para a estratégia "B" apresentada em relação à "A".

Riqueza do investidor = (valor da ação no início do período + lucro líquido do período por ação - dividendos brutos pagos por ação durante o período + dividendo líquido recebido durante o período + rendimento líquido obtido em renda fixa pela aplicação do dividendo recebido) x número de ações possuídas.

A diferença a maior de riqueza entre as duas estratégias, neste exemplo simples, é igual a R\$ 40.877.000 - R\$ 40.833.000 = R\$ 44.000.

Entretanto, a hipótese da não-existência de valorização anormal para as ações fruto da decisão de qual estratégia a ser tomada não é verdadeira, pois os acionistas reagiriam positivamente à decisão de seguir a estratégia "B" quando comparada à estratégia "A", devido ao fato de que ela maximiza a sua riqueza. Isto faz com que suponhamos que a diferença de riqueza do investidor será no mínimo de R\$ 44.000 a favor da estratégia "B".

É evidente que estes resultados podem ser alterados conforme o *spread* entre a taxa que a empresa paga pelos recursos e aquela obtida pelo acionista em suas aplicações, além de depender das diversas alíquotas de impostos envolvidas no caso.

Observe-se que no caso de empresas com poucos acionistas controladores — que são também os administradores das mesmas (caso comum no Brasil) — a operação casada, isto é, o acionista aplicando em CDB que serve como colateral (garantia) ao empréstimo que a empresa vai tomar junto ao mesmo banco, o *spread* da operação pode ser muito reduzido e o risco da empresa não aumenta (para o banco, é dívida livre de risco, já que é garantida por CDB do próprio banco). Isto aumentaria a riqueza individual do investidor resultando numa diferença absoluta superior a encontrada no nosso exemplo, mas sem alterar a vantagem relativa da estratégia "B" sobre a "A".

Cabe lembrar que embora o caso apresentado baseie-se numa empresa que não necessita de recursos adicionais para investimentos, a estratégia aqui proposta é válida para as demais também. Imaginamos que aquelas que desejem recursos para realizar novos investimentos deverão buscá-los na forma de dívida para a obtenção das vantagens fiscais de uma TMI elevada podendo realizar a estratégia "B" ao mesmo tempo sem modificar a sua validade. Neste caso, o total do lucro tributável esperado será a variável-chave para a determinação do endividamento máximo a ser realizado.

Uma outra alternativa muito interessante, pela flexibilidade que apresenta, é a emissão de debêntures conversíveis em ações (DCAs). Neste caso, a dívida pode ser emitida com *spread* zero, já que será subscrita preferencialmente pelos acionistas atuais que têm sua riqueza maximizada pela operação.

Além disso, a decisão pode ser desfeita a qualquer momento, através da conversão das debêntures, se houver qualquer alteração da política tributária que a justifique<sup>30</sup>.

Deve-se notar também que se a empresa tiver lucros gerados em 1993 e ainda não-distribuídos, a estratégia de distribuir o máximo de dividendos possível e, a seguir, tomar os recursos equivalentes como dívida (estratégia "B") fica ainda mais vantajosa, uma vez que sobre estes lucros não incide imposto de renda (Tdiv) na distribuição.

## O COMPORTAMENTO DOS GESTORES FINANCEIROS: VARIÁVEIS CONSIDERADAS

Pelo caso apresentado, verificamos que empresas com alta tributação sobre os lucros (Tc) fariam melhor a seus acionistas se lhes pagassem o maior valor

30. Sobre debêntures, ver PROCIANOY, Jairo Laser, VEISMAN, Eduardo. As debêntures conversíveis em ações e o mercado de capitais brasileiro: por que elas não são utilizadas. *Anais da XVIII ENANPAD*, Finanças, p. 64-77, 1994.

possível de dividendos e tomassem como dívida os recursos de que necessitassem para repor aqueles distribuídos.

Entretanto, devemos observar que a determinação da alíquota efetiva projetada para a empresa implica no estabelecimento de um compromisso com determinado resultado, já que  $T_c$  depende do lucro tributável da empresa (obviamente se a empresa tem lucro zero a alíquota efetiva para o ano em questão é zero, desconsiderando-se os efeitos de compensações futuras de prejuízos fiscais). Assim sendo, é muito mais confortável para os administradores não se comprometerem, ao menos tão fortemente, com as projeções de resultados. Então, por uma questão de conservadorismo e/ou de conforto dos gestores, eles podem adotar uma estratégia diversa da que foi demonstrada como ótima.

Note-se também que a estratégia recomendada implica aumentar o monitoramento sobre os gestores que devem se submeter à avaliação dos emprestadores de recursos, que costumam ser muito mais rigorosos e impacientes que os acionistas quando os resultados não ocorrem. Conforme Jensen e Meckling<sup>31</sup> e Easterbrook<sup>32</sup>, o monitoramento é decorrência direta da necessidade de obter novos recursos junto a um mercado mais sofisticado, mercado de crédito, onde a relação é mais próxima quando comparada à existente entre os gestores e seus acionistas no mercado bursátil.

Num caso extremo, em empresas com taxa efetiva de impostos a pagar zero ( $T_c = 0$ , isto é, aquelas que já estão suficientemente endividadas e/ou tem outros benefícios fiscais), a decisão passa a ser uma questão de arbitragem entre a rentabilidade da empresa e do mercado financeiro; isto é, a estratégia será exitosa se a rentabilidade projetada da empresa for menor que a do mercado financeiro.

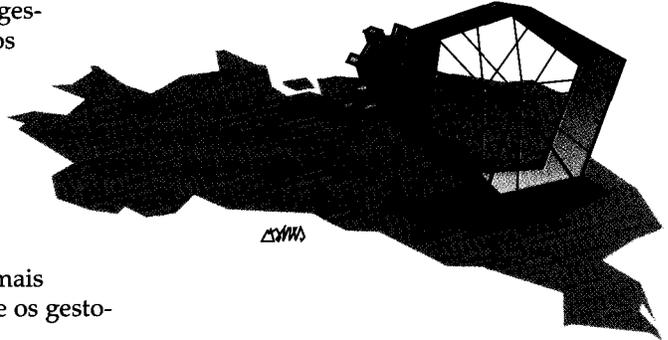
É claro que, neste caso, muitos gestores se sentiriam desconfortáveis em revelar a seus acionistas que, pelos planos da empresa, o retorno será inferior ao do mercado financeiro. Assim sendo, o objetivo dos gestores de maximizarem a riqueza de seus acionistas poderia ser obtido com a distribuição máxima de dividendos e viabilizando aos acionistas optarem por investimentos que lhes permitissem maiores riquezas.

Outro motivo forte que levaria os gestores a resistirem a trocar capital próprio da empresa por dívida seria uma tendência natural dos gestores de concentrarem recursos em suas mãos, ainda que a conjuntura mostre que esses recursos estariam melhor nas mãos dos acionistas. Com esta concentração, os gestores proporcionam uma maior "tranqüilidade" à empresa e melhor poder de barganha com os diversos agentes econômicos que transacionam com a mesma.

Na verdade, a pretensa "tranqüilidade" é relativa apenas ao gestor, correspondendo a uma diminuição de riqueza para o acionista quando comparado com um leque de outras alternativas que este poderia realizar caso os recursos estivessem sob seu controle. Num longo prazo, os acionistas poderiam dar-se conta deste tipo de atitudes não maximizadoras por parte dos gestores e reagiriam deprimindo o preço das ações ocasionando a perda da imaginada "tranqüilidade".

Vemos também que as variáveis do modelo são, na verdade, expectativas, especialmente o lucro antes dos juros, imposto de renda e contribuição social (LAJIR) e alíquota efetiva de impostos a serem pagos ( $T_c$ ). Gestores conservadores ou céticos quanto à situação econômica podem esperar um LAJIR menor, assim como  $T_c$ . É importante observar que este ceticismo pode custar caro aos acionistas.

Uma última razão para os gestores não adotarem a estratégia recomendada é a expectativa que a  $T_c$  venha a ser reduzida através de medidas legais, quer



31. JENSEN, Michael C., MECKLING, William, H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, n. 3, p. 305-60, 1976.

32. EASTERBROOK, Frank H. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, v. 74, n. 4, Sept. 1984.

pela contestação do limite de redução de 30%, quer através de cisão da empresa, quer ainda por outras medidas que venham a repercutir na taxa efetiva de impostos a serem pagos (Tc), como, por exemplo, a relativa recuperação de perdas referentes ao Plano Verão.

Cabe lembrar que os executivos podem chegar à conclusão, ao examinarem o caso específico de suas empresas, que não vale a pena realizar a operação pois os ganhos a serem obtidos seriam muito pequenos. A conclusão pode ser válida mas o exame minucioso deve ser feito.

## CONCLUSÕES

Neste momento em que muitos administradores enfrentam o dilema de pagar dividendos a acionistas que nada ou pouco receberam nos últimos anos ou investir os recursos nas muitas oportunidades que se apresentam para a empresa, demonstramos que esta preocupação não procede (pelo menos para a maioria das empresas). Na verdade, acreditamos que para grande parte das empresas uma decisão similar à estratégia "B", antes descrita, produzirá resultados ótimos para a empresa e para os seus acionistas, quando o imposto a ser pago é reduzido e a riqueza dos acionistas incrementada.

O aparente paradoxo de se endividar em época de juros altos acaba não existindo frente às elevadas alíquotas de impostos que acabam "pagando" quase a metade dos juros em alguns casos.

Muito possivelmente os preços das ações cotadas nas bolsas de valores terão um incremento real como resposta dada pelos investidores à atitude maximizadora tomada pelos gestores. Acreditamos que as empresas que adotarem a política financeira sugerida deverão obter um incremento real nos preços de suas ações. Os investidores buscarão ações que lhes possibilitem uma perspectiva de ganho líquido maior, resultado de uma economia fiscal programada.

As possibilidades de implementação da estratégia sugerida são muitas e dependem da particularidade de cada empresa e de seus investidores.

Empresas de capital fechado e/ou com poucos controladores — que são também os administradores — poderão adotar a estratégia com ainda maior flexibilidade, uma vez que podem utilizar as aplicações feitas na pessoa física do acionista colateralmente aos empréstimos na pessoa jurídica, o que, sem dúvida, reduzirá o *spread* aplicado pelos bancos, além de limitar os riscos de endividamento da empresa.

Temos também a alternativa de emissão de DCAs, que são instrumentos flexíveis de captação, uma vez que permitem aos investidores trocarem a posição de credores pela de acionistas, sempre que for do seu interesse.

A influência da tributação sobre a decisão dos gestores é o ponto em comum entre as teorias estática (M&M) e dinâmica (*Pecking-order*) de estrutura de capital. Ou seja, nossa proposta de maximização da riqueza dos acionistas através de uma redução dos tributos a serem pagos ao utilizarmos níveis superiores de dívida é coerente com a teoria existente.

Fica como sugestão verificar em que medida os administradores se utilizarão da estratégia proposta e, em não o fazendo, investigar os motivos pelos quais não a utilizaram como recurso otimizador da riqueza dos seus acionistas.

Para aqueles descrentes da aplicação da teoria na prática para a realidade brasileira fica a resposta positiva obtida quando da testagem da metodologia proposta para a redução da carga tributária na relação entre ganhos de capital e pagamento de dividendos feita por Procianny<sup>33</sup> como poder de argumentação.

A testagem desta estratégia aqui sugerida nos dará respostas também muito necessárias. □

33. PROCIANNOY, Jairo Laser.  
Op. cit.

