

8 Conclusão e recomendações

As operações de reorganização societária, mais conhecidas como operações de aquisição, fusão, cisão e incorporação, são de grande interesse para a Administração de Empresas e objeto de muitos estudos, abrangendo aspectos organizacionais, estratégicos e financeiros. Sob o aspecto financeiro, o Brasil observa o crescimento do volume de operações e recursos envolvidos, mesmo com a elevada carga tributária brasileira.

No entanto, se for comparado o número de reorganizações societárias realizadas nos EUA com as ocorridas no Brasil, observa-se que o mercado norte-americano tem um volume muito maior de operações e também movimenta muito mais recursos do que o mercado brasileiro. Foram US\$ 125,2 bilhões contra US\$ 15,6 bilhões somente no primeiro semestre de 2007.

Ao analisar os três estudos de caso, dois ocorridos no Brasil e um nos EUA, o presente estudo procurou responder a questão: *planejamento tributário em operações de reorganização societária agrega valor para os acionistas?* Também procurou saber qual a percepção de especialistas a este respeito.

Constatou-se que em todos os casos, utilizando a legislação fiscal vigente, o planejamento tributário resultou na economia de milhões para as partes envolvidas, o que está em consonância com o percentual de respondentes, que salientou sua importância, 22%, e mesmo a essencialidade dessa atividade, 71%.

No entanto, devido à harmonização da prática contábil brasileira com a internacional, a maioria dos respondentes, 59%, entende que a carga tributária em operações desse tipo, realizadas no Brasil, vai aumentar.

Outro item interessante constatado pelo presente estudo foi que no caso da permuta de ativos entre a Réptil S.A. e a Pérola S.A, os acionistas das empresas alvo foram os maiores beneficiados com o planejamento tributário desenvolvido. No entanto, no caso da aquisição da Riocell, o maior beneficiário foi o comprador.

No primeiro caso, a Pérola S.A. evitou o pagamento de IRPJ e CSLL e a Réptil S.A. evitou a formação de prejuízo fiscal (IRPJ e CSLL) de R\$ 431, 37 milhões.

Já no segundo caso, a Aracruz previu um valor presente de economia tributária de aproximadamente R\$ 129,64 milhões, o que representa 29,3% do valor total economizado, e a Klabin de aproximadamente R\$ 312 milhões, 70,6%. No entanto, não foi possível replicar o estudo feito por Ayers (2000) e verificar se a economia tributária influenciou o preço das operações.

Há também que destacar a opinião dos respondentes quanto à ligação entre planejamento tributário e sonegação fiscal, pois 43% dos entrevistados acham que há uma ligação normal, ou seja, existem planejamentos tributários que são sinônimos de sonegação fiscal e existem outros que não são. Essa opinião pode estar ligada ao investimento que as grandes empresas brasileiras fazem nesse tipo de atividade, assim como pode indicar a consciência de que a excessiva carga tributária sobre o setor produtivo torna o planejamento tributário essencial para a sobrevivência das companhias.

Ao comparar as opções de planejamento tributário constantes na legislação fiscal brasileira com a americana e também os estudos de caso, observou-se que os EUA propiciam mais opções ao contribuinte, o que pode contribuir para a menor carga tributária incidente sobre as empresas daquele país. Contudo, os respondentes da pesquisa acham que a carga tributária incidente sobre as empresas norte-americanas é menor do que a brasileira, 73,5%, mas não por causa da existência de maiores opções de planejamento tributário, pois acreditam que as opções são menores do que as existentes no Brasil, 36,7%. Essa opinião pode ter sido formada mais pela mídia brasileira do que por conhecimento técnico especializado, pois a legislação americana é muito complexa.

Em um primeiro momento, espera-se que a agregação de valor observada nos estudos de caso seja refletida na valorização das ações da empresa adquirente e/ou da adquirida. No entanto, segundo modelo teórico desenvolvido por Shleifer e Vishny (2002), onde o mercado é ineficiente e os gestores são racionais e bem informados, mesmo que o retorno das ações seja negativo, o valor da operação foi apropriado por alguém, seja pelos gestores, que tendem a maximizar seu valor dado seu horizonte de análise e permanência no negócio e seu conhecimento sobre a ineficiência do mercado, seja pelos acionistas da empresa adquirente, pois no

longo prazo, se a operação não fosse realizada, o valor das ações cairia ainda mais.

Como continuidade desse estudo, são sugeridas a seguir algumas linhas de pesquisa:

- a economia tributária evidenciada nos estudos de caso não levam em consideração o risco de mudança de legislação, nem de autuação fiscal. Assim, uma linha de pesquisa interessante é o desenvolvimento de um modelo de otimização que meça o risco inerente ao planejamento tributário lícito e, conseqüentemente, o real valor da economia tributária;
- além disso, o desenvolvimento de um modelo que utilize a Teoria de Opções Reais para orientar os gestores na tomada de decisões caso a legislação tributária seja alterada;
- pesquisar o impacto da carga tributária brasileira na concretização de operações de reorganização societária;

Como recomendação final, espera-se que sejam feitos outros estudos sobre planejamento tributário utilizando-se não somente a legislação fiscal, mas também aplicando as teorias econômico-financeiras e quantificando os benefícios para os acionistas, assim como já é feito nos EUA (ERICKSON; WANG, 2000 e AYERS; LEFANOWICZ ; ROBINSON, 2000) e comparando com o que ocorre em países com sistema legal semelhante ao do Brasil, tais como França, Espanha e Itália.