

### 3 Proposição de fórmula

A substituição dos dividendos pelos juros sobre capital próprio pode ser um importante instrumento de planejamento tributário, sendo uma redução legal da tributação sobre o lucro.

Nos últimos anos, a utilização desta ferramenta vem crescendo em todo o país. Todavia, a substituição dos dividendos pelo JCP deve ser utilizada com bastante cautela, para não transformar uma economia fiscal em maior desembolso para o conjunto de empresas de determinados grupos econômicos. Deve-se conhecer a empresa que está pagando, e essencialmente, a pessoa física ou jurídica que está recebendo, devendo ser considerada toda a estrutura de pessoas físicas e jurídicas envolvidas. Isto porque, nem sempre a distribuição de juros sobre capital próprio será vantajosa para a cadeia de envolvidos como um todo. Isto deve-se principalmente ao fato de o recebimento de JCP por pessoas jurídicas ser base para a tributação de PIS e Cofins, que possuem alíquotas bem significativas, de 1,65% e 7,6% respectivamente.

A grande vantagem da distribuição de JCP ocorre quando há o pagamento direto de uma pessoa jurídica para pessoas físicas, obtendo um retorno de até 19% do valor bruto, decorrente da CSLL devida e do adicional de IRPJ, que não serão tributados na pessoa física.

No método tradicional de cálculo do fluxo de caixa livre da empresa, utilizamos a seguinte expressão definida por Copeland, Koller, Murrin(2002), que adaptadas ao Brasil podem ser descritas da seguinte maneira:

EBIT (“*earnings before interests and taxes*” ou lucro antes dos juros e impostos)

(-) Impostos sobre o EBIT (IR e CS sobre o resultado operacional)

= Lucro Operacional Líquido menos impostos (NOPLAT “net operating profit less adjusted taxes”)

(+) Depreciação e Amortização

= FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL

(-) Investimentos no Imobilizado (líquido de desinvestimentos)  
 (+/-) Variação do Capital de Giro  
 = FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A EMPRESA

O fluxo de caixa livre para a empresa é o fluxo que será utilizado para cálculo do valor de uma empresa. Este fluxo é projetado para os anos posteriores e descontado por uma taxa de juros, o WACC, conforme descrito abaixo.

$$\text{WACC} = \frac{E}{D + E} \times K_e + \frac{D}{D + E} \times K_d (1 - T)$$

Onde:

**E** representa o valor do patrimônio líquido (equity)

**D** representa o valor da dívida (debt)

$K_e$  representa o custo de capital próprio

$K_d$  representa o custo de capital de terceiros

**T** representa a alíquota de imposto de renda

Nesta fórmula, pondera-se o custo do capital próprio pela proporção de capital próprio no capital total da empresa, e pondera-se o custo de capital de terceiros pela proporção de capital de terceiros no capital total da empresa, descontando deste valor o benefício fiscal da dívida.

No Brasil, entretanto, existe uma particularidade que este método de cálculo do valor de uma empresa não considera: o JCP. A legislação brasileira, por permitir que sejam pagos juros aos acionistas como forma de remuneração do capital dos mesmos, traz um benefício fiscal à empresa semelhante ao benefício trazido pela utilização de capital de terceiros. Sendo assim, o WACC tradicional descrito acima, deveria considerar além do benefício fiscal da dívida, o benefício fiscal da utilização do JCP. Por isso, não podemos utilizar o WACC tradicional para apuração do valor de uma empresa que distribui JCP. Esta teria, pela forma tradicional, um WACC maior do que o real e conseqüentemente teria seu preço

subestimado. Isto porque, o benefício fiscal da distribuição de JCP precisa ser considerado, assim como o benefício fiscal da dívida, o que reduzirá o WACC e, por conseguinte aumentará o valor da empresa.

Para considerarmos as especificidades da legislação brasileira, precisaremos fazer algumas alterações na fórmula tradicional do WACC, visto que além do benefício fiscal da dívida passa a existir o benefício fiscal referente à distribuição de JCP. Tal benefício fiscal influencia no custo do capital próprio, que passará a ser descrito da seguinte maneira:

$$E \times K_e = E \times K_{div} + JCP \quad [1]$$

Onde:

**E** representa o valor do patrimônio líquido

$K_e$  representa o custo do capital próprio

$K_{div}$  representa o custo de pagamento de dividendos

**JCP** representa o valor dos juros sobre capital próprio

Nesta fórmula, o termo  $E \times K_e$  representa o valor que será distribuído aos acionistas. A taxa  $K_e$  determina a remuneração exigida pelo acionista pelo investimento realizado na empresa. Este valor a ser distribuído poderá se dividir em duas parcelas: dividendos, representado pela taxa  $K_{div}$  e JCP. Estas são as duas formas de distribuição de capital para o acionista: a forma de dividendos e/ou a forma de juros sobre o capital próprio.

Para calcular o valor de JCP, assumimos que o valor limite de pagamento do JCP equivale a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) multiplicado pelo valor do Patrimônio Líquido (E), e chegamos à seguinte igualdade:

$$JCP = TJLP \times E \quad [2]$$

Substituindo a equação (2) em (1), chegamos à seguinte expressão:

$$E \times K_e = E \times K_{div} + TJLP \times E \quad [3]$$

Simplificando, temos:

$$K_e = K_{div} + TJLP \quad [4]$$

Logo,

$$K_{div} = K_e - TJLP \quad [5]$$

Tendo em vista que a adaptação da fórmula tradicional do WACC ocorre somente no que se refere ao custo do capital próprio, mantendo o custo do capital de terceiros equivalente, substituímos o novo valor de  $K_e$  da fórmula tradicional pelo representado na equação acima, chegando à seguinte expressão:

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times (K_{div} + TJLP) + \frac{D}{D+E} \times K_d (1 - T_{pj}) \quad [6]$$

Entretanto, da mesma forma que há um benefício fiscal devido ao pagamento de juros a credores, como representado na fórmula acima pelo termo  $(1 - T_{pj})$ , a empresa possui um benefício fiscal proveniente da utilização do JCP, que reduzirá o valor de  $K_e$ . Isto porque os juros pagos aos acionistas são dedutíveis da base de imposto de renda, assim como os juros pagos aos credores. Dessa forma, os valores distribuídos na forma de JCP serão descontados pelo benefício fiscal correspondente à economia de imposto de renda. Sendo assim, os juros sobre capital próprio ( $E \times TJLP$ ) terá seu custo reduzido pelo benefício fiscal da utilização desta ferramenta, conforme descrito abaixo:

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times (K_{div} + (TJLP \times (1 - T))) + \frac{D}{D+E} \times K_d (1 - T_{pj}) \quad [7]$$

Desta forma, teremos dois tipos de benefícios fiscais: um representado pelo termo  $(1 - T_{pj})$ , referente ao pagamento de juros e incidente sobre o valor pago de juros a credores dado pela expressão  $D \times K_d$  e outro representado pelo termo  $(1 - T)$ , referente ao pagamento de juros sobre capital próprio e incidente sobre o valor de JCP dado pela expressão  $E \times TJLP$ .

Entretanto, o benefício fiscal referente ao pagamento de juros sobre capital próprio não pode ser calculado baseado somente no imposto de renda de pessoa jurídica ( $T_{pj}$ ). Isto porque, quando há a distribuição de JCP o acionista é tributado pelo que chamaremos de imposto de renda do acionista ( $T_a$ ). Deste modo, precisamos utilizar uma alíquota de imposta de renda T, que considere o benefício fiscal líquido. Este benefício fiscal líquido corresponderá ao benefício fiscal da empresa referente à economia tributária pelo pagamento de JCP subtraído do malefício fiscal oriundo do pagamento de imposto de renda do acionista devido ao recebimento de juros sobre capital próprio. Sendo assim, o T que deverá ser considerado para o cálculo do benefício fiscal representado acima será equivalente a:

$$T = T_{pj} - T_a \quad [8]$$

Substituindo [8] em [7], obtemos:

$$WACC = \frac{E}{D + E} \times (K_{div} + (TJLP \times (1 - (T_{pj} - T_a)))) + \frac{D}{D + E} \times K_d (1 - T_{pj}) \quad [9]$$

Reescrevendo, temos:

$$WACC = \frac{E}{D + E} \times (K_{div} + TJLP \times (1 + T_a - T_{pj})) + \frac{D}{D + E} \times K_d (1 - T_{pj}) \quad [10]$$

Substituindo o valor de  $K_{div}$  obtido em [5] na equação [10], chegamos à fórmula abaixo:

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times (K_e - TJLP + TJLP \times (1 + T_a - T_{pj})) + \frac{D}{D+E} \times K_d (1 - T_{pj})$$

[11]

Simplificando, chegamos à proposição final de adaptação da fórmula do WACC:

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times (K_e - TJLP(T_{pj} - T_a)) + \frac{D}{D+E} \times K_d (1 - T_{pj}) \quad [12]$$

Por meio desta expressão, verificamos que o custo de capital próprio sofre um desconto da Taxa de Juros de Longo Prazo multiplicado pela diferença entre o imposto de renda de pessoa jurídica e o imposto de renda do acionista, reduzindo assim o custo médio ponderado de capital, o que influenciará em última instância o valor estimado da empresa que utiliza a distribuição de JCP. Esta redução, no entanto, só acontecerá nos casos onde o imposto de renda de pessoa jurídica ( $T_{pj}$ ) for maior que o imposto de renda do acionista ( $T_a$ ). Caso isto não ocorra, não haverá benefício pela utilização dos juros sobre capital próprio. Deste modo, sempre deverão ser analisados os impostos de renda da pessoa jurídica e do acionista, para que se conclua se a distribuição de JCP será vantajosa ou não.

Caso consideremos as limitações para dedução do JCP da base de tributação do lucro real, conforme Art. 29 descrito na revisão de literatura, precisaríamos realizar algumas alterações na fórmula do JCP, dada pela expressão  $E \times TJLP$ . Conforme Art. 29,  $E \times TJLP$  deve ser menor ou igual ao maior dos seguintes valores: metade do lucro líquido do exercício antes da dedução do JCP ( $0,5 \times LAJCPPIR$ ) ou metade do somatório dos lucros acumulados e reserva de lucros ( $0,5 \times (LA + RL)$ ). Sendo assim, precisaremos comparar o valor de  $E \times TJLP$  com as duas possibilidades de limitação de dedução de JCP. Caso  $E \times TJLP$  seja menor, a fórmula desenvolvida permanecerá a mesma. Caso  $E \times TJLP$  seja maior, devemos utilizar como equivalente ao JCP a expressão de limitação ( $0,5 \times LAJCPPIR$  ou  $0,5 \times (LA + RL)$ ), escolhendo a maior). Substituindo um desses

valores ( o maior) na equação [2] e desenvolvendo a fórmula, verificaremos que a única alteração que precisaríamos realizar na expressão [12], seria a substituição de TJLP pela expressão  $\frac{0,5 \times LAJCP\text{IR}}{E}$  ou pela expressão  $\frac{0,5 \times (LA + RL)}{E}$ , dependendo evidentemente de qual for a limitação para a dedução de JCP.