

3

Os impostos sobre dividendos, ganhos de capital e a legislação societária brasileira

As legislações societárias e fiscais do Brasil diferem muito quando comparamos ao sistema americano. Neste capítulo abordaremos os aspectos relevantes de imposto de renda e da legislação societária que influênciam a política de dividendos.

3.1 Imposto de renda sobre dividendos e ganhos de capital

Existem diferenças significativas entre o sistema de imposto de renda no Brasil e no Estados Unidos, quando nos referimos a renda de dividendo e aos ganhos de capital. Os EUA operam num sistema clássico em que trata os acionistas e as empresas independentemente quando calcula o seu passivo tributário. Sob este sistema clássico de impostos, os lucros gerados pela firma são sujeitos a um imposto único para a empresa, a qual não é tomada em conta para o cálculo do imposto do acionista. Se uma empresa distribui seu lucro líquido através do pagamento de dividendo, o acionista paga o imposto sobre sua alíquota marginal de renda. Se ao contrário, o lucro líquido é retido pela empresa, então o patrimônio líquido da empresa aumenta e o acionista é sujeito ao imposto sobre ganhos de capital. Sob o sistema clássico, os lucros são sujeitos a uma dupla tributação, na forma de imposto sobre a empresa, e, sobre a renda do acionista (no caso de distribuição de dividendos) ou pelo imposto sobre ganho de capital.

Historicamente, o imposto sobre a renda é significativamente maior que a taxa de imposto sobre ganhos de capital, tanto, nos EUA, como no Reino Unido. No Brasil, historicamente, não existe um padrão, mas em sua história recente não se tem cobrado imposto sobre dividendo. Nos Estados Unidos e no Reino Unido, sobre o sistema clássico cria uma penalidade sobre renda distribuída pela empresa através de dividendos. No Brasil, isto não é válido, pois a renda originada da distribuição de lucros da empresa é tributada separadamente. No Reino Unido, desde 1973, começou a operar através de uma base “imputada”, com a intenção de reduzir a perda desproporcional na renda do dividendo. Sob este sistema, o valor

do imposto pago pela empresa foi “herdado” pelo acionista, o que tratado como um crédito tributário em sua renda nos dividendos.

No Brasil, desde o final de 1995, pela lei 9249/95, seguimos um preceito parecido com o utilizado no Reino Unido. Esta mesma lei criou um novo dispositivo de distribuição do lucro, através do juro sobre o capital próprio. A distribuição deste juro é debitada antes de se fazer a conta para o cálculo do imposto de renda da empresa. O objetivo do juro sobre o capital próprio é equalizar o benefício tributário de juros decorrentes de dívida contratada pela empresa de uma maneira equivalente para patrimônio líquido. Em contrapartida, o acionista (quando não é isento) paga na fonte uma alíquota de 15% sobre o valor do juro sobre capital próprio distribuído.

Por exemplo, se um acionista recebe R\$ 100,00 de dividendos anuais e R\$ 100,00 de juros sobre o capital próprio, e considerando uma taxa de imposto de renda de 34% (este valor é a soma da contribuição social sobre o lucro líquido e o imposto de renda). O acionista, se não for isento de imposto de renda, como os fundos, entidades de previdência privada, fundações, pagará na fonte 15% de imposto de renda no juro sobre o capital próprio, ou seja, receberá líquido, R\$ 85,00. A legislação ordena que este valor seja corrigido até o efetivo pagamento do imposto, sobre esta parte incidira um imposto de 20% (alíquota sobre ganho de capital em títulos de renda fixa). Portanto, se a correção for de 10%, o acionista recebera de correção líquida 8%, ou seja, R\$ 8,00 de correção, totalizando R\$ 93,00. Como não se paga imposto no caso do dividendo, ele receberá liquidamente os R\$ 100,00. A correção sofrerá a mesma alíquota de 20%, ou seja, se a correção for de 10%, receberá líquido, R\$ 8,00, totalizando R\$ 108,00.

Devemos observar a vantagem tributária do juro sobre o capital próprio. Para pagar os mesmo R\$ 100,00 líquidos, pela forma de pagamento do dividendo, se paga R\$ 51,51 de impostos (pela empresa) enquanto pelo juro sobre o capital próprio, se paga R\$ 17,65 (retido na fonte, pelo acionista), ou seja, o JSCP paga 34% do imposto do dividendo. Se o acionista for isento de imposto de renda, realmente não pagara nenhum imposto de renda, enquanto no dividendo, ao contrário da legislação do Reino Unido, em que se recebe o crédito tributário da empresa, este continuará pagando o mesmo imposto que um investidor, que não é isento. Esta estrutura, dado que o imposto sobre ganho de capital é de 20% (desde 31 de dezembro de 2001, a alíquota anterior era de 10%) incentiva que os

investidores preferem juros sobre o capital próprio e dividendos em relação à ganhos de capital. Mesmo na situação anterior de imposto menor em ganho de capital, o investidor deve preferir o juro sobre o capital próprio, pois a alíquota de imposto de renda na empresa somado ao imposto sobre ganho de capital é maior que o imposto pago pelo acionista no juro sobre o capital próprio.

Até agora, analisamos os impostos do ponto de vista corporativo, vejamos agora quais são as alíquotas que o acionista, mais propriamente o arbitrador, teria no mercado brasileiro. Tradicionalmente o mercado é segmentado em investidores institucionais, pessoas físicas, empresas, instituições financeiras e investidores estrangeiros. Utilizando a equação (2.7), modificando-a para considerar o benefício tributário do diferimento do pagamento do imposto sobre ganho de capital temos

$$\frac{P_b - P_a}{D} = \frac{(1 - \tau_d)}{(1 - PV(\tau_g))} \quad (3.1)$$

Supondo que as alíquotas para investidores pessoa física, ou seja, $\tau_d=0$ e $\tau_g=0.1$ (até dezembro de 2001) e que os investidores vendem os ativos no dia em que a ação fica ex, temos que

$$P_a - P_b = \frac{(1 - \tau_d)}{(1 - \tau_g)} D = \frac{(1 - 0.0)}{(1 - 0.1)} D = 1.11D \quad (3.2)$$

Utilizando a alíquota do juro sobre o capital próprio, $\tau_d=0.15$, temos

$$P_a - P_b = \frac{(1 - \tau_d)}{(1 - \tau_g)} D = \frac{(1 - 0.15)}{(1 - 0.1)} D = 0.94D \quad (3.3)$$

Calculando na forma de retorno no dia ex teríamos que:

$$R_{ex} = \frac{P_a + D - P_b}{P_b} = \left[1 - \frac{1 - t_d}{1 - t_g} \right] \frac{D}{P_b} = \left[1 - \frac{1 - 0,15}{1 - 0,1} \right] \frac{D}{P_b} = 0,0556 * \frac{D}{P_b} \quad (3.4)$$

Desta maneira, para o dividendo, devemos esperar que o preço caia 11% a mais que o valor do dividendo, devido a credito fiscal atribuído de redução de ganho de capital. Enquanto, para o juro sobre o capital próprio devemos esperar que o preço se reduza 6% a menos que o valor bruto distribuído. A Tabela 3-1 resume o valor esperado do multiplicador do dividendo para cada um dos tipos de investidor, no caso de o investidor conseguir utilizar o benefício fiscal do ganho de capital no dia em que a ação ficou ex-dividendo

Tabela 3-1 – Impostos sobre os investidores e o retorno esperado após o pagamento de proventos em dinheiro

	τ_g	τ_d	τ_{jcp}	X x D	X x JCP
Pessoa física	0.10	0.00	0.15	-0.11	0.06
Pessoa física/sonogando ganho de capital	0.00	0.00	0.15	0.00	0.15
Pessoa jurídica isenta de IR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pessoa jurídica	0.35	0.00	0.35	-0.54	0.00
Pessoa jurídica/Holding	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Investidor Estrangeiro	0.00	0.00	0.15	0.00	0.15

Se o relacionamento entre retornos e taxas de dividendos for dirigido principalmente pelo efeito de impostos, então sobre o sistema de impostos brasileiro deveremos observar o efeito inverso do mercado americano em relação ao mercado americano, e em relação ao juro sobre o capital próprio devemos observar o efeito igual ao da EUA. Empresas com uma taxa de dividendo alta devem ter um retorno ajustado ao risco menor, enquanto, empresas com taxas de dividendo baixas devem ter retornos maiores para compensar os investidores pelas perdas em impostos associados ao ganho de capital.

3.2 Legislação societária

A lei societária brasileira, Lei 6404/76 (Lei das S.A), têm características únicas. A obrigatoriedade de distribuição de 25% do lucro através de dividendos é uma delas, que têm como consequência que as empresas que não distribuem dividendos, são aquelas que não têm lucro líquido, nem reservas de lucros e a empresa só pode distribuir resultado sem reduzir o capital social. Desta maneira, não existem empresas que possam decidir reinvestir todo o resultado, e assim transformá-lo somente em ganho de capital.

Um segundo ponto relevante da lei societária brasileira é a relação de voto e o pagamento de dividendos com relação as ações preferenciais. No Brasil, é permitida a criação de espécies de ações sem direito a voto (as ações preferenciais podem não ter direito a voto e em compensação tem algumas preferências), mas têm direito a repartição no resultado da empresa (não é um título de renda fixa como nos EUA). Se a empresa não distribuir dividendo mínimo obrigatório e o dividendo da ação preferencialista durante até 3 anos seguidos, as ações

preferenciais após o prazo especificado no estatuto (máximo 3 anos) passam a deter o direito de voto nas assembleias da companhia.

Como vemos, pela legislação brasileira, não temos o *puzzle* de dividendos (porque as empresas pagam dividendos?). As empresas brasileiras distribuem resultados através de dividendos, porque é mais eficiente tributariamente distribuir o lucro através do juro sobre o capital próprio e indiferente no caso do dividendo, entretanto, as empresas são obrigadas a pagá-lo em decorrência da lei societária brasileira.

Devido a estas características únicas, o mercado brasileiro é uma excelente oportunidade para verificar se retorno dos ativos em bolsa é relacionado com o imposto de renda sobre os dividendos.