

Tributação Implícita e Clientelas, Arbitragem, Restrições e Fricções

Implicit taxation and clienteles, Arbitration, Restrictions and Frets

Carime Jabour de França¹

Ana Maria Loio de Meneses de Moraes²

Antônio Lopo Martinez³

RESUMO

O objetivo deste estudo é explicar, exemplificar e calcular o conceito de tributos implícitos, indicando como esses afetam o retorno antes mesmo da tributação em uma variedade de ativos, além de listar alguns ativos que são favoráveis em termos de tributação explícita, mas que suportam significativos tributos implícitos. Explicar porque é necessário o ajuste de diferentes riscos entre os ativos quando estiver calculando tributos implícitos e ilustrar o conceito de clientelas. Exemplificar possíveis arbitragens tributárias e porque as mesmas são importantes na gestão tributária. Discutir a importância e prover exemplos de fricções de mercado e restrições às regras de tributação. Os conceitos discutidos são fundamentais na estruturação de um planejamento tributário eficiente.

Palavras-chave: Planejamento Tributário. Impostos Implícitos. Investidor.

ABSTRAT

The aim of this study is to explain, illustrate and calculate the concept of implicit taxes, indicating how these affect the return before taxes in a variety of assets, and list some assets that are favorable in terms of explicit taxation, but bearing significant implicit taxes. Explain why adjusting for differences in risk between assets is required when calculating implicit taxes and illustrate the concept of clienteles. Exemplify possible tax arbitrages and why they are important in tax administration. Discuss the importance and provide examples of market frictions and restrictions on tax rules. The concepts discussed are fundamental in structuring an efficient tax planning.

Keywords: Tax Planning. Implicit taxes. Investor.

¹ Mestre em Ciências Contábeis pela Fucape Business School. Professora na Faculdade Vitoriana de Tecnologia.

² Mestranda em Ciências Contábeis pela Fucape Business School.

³ Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo. Doutor em Administração pela Fundação Getúlio Vargas - SP. Professor Associado e Pesquisador da Fucape Business School. Auditor Fiscal da Receita Federal.

1. INTRODUÇÃO

Uma nova realidade na economia mundial vem provocando significativas modificações no âmbito das relações econômicas internacionais, que se caracteriza pela grande velocidade de mudanças no mundo dos negócios, pelo imenso volume de informações e pela alta volatilidade de recursos nos diversos setores das atividades econômicas e financeiras.

O sistema capitalista, nascido das transformações ocorridas na Europa Feudal a partir, sobretudo do século XIII, ganhou dinamismo e uma nova roupagem no final do século XX, tendo como causas, dentre outras, o desenvolvimento tecnológico da humanidade, o esfacelamento do sistema socialista tradicional da antiga URSS e a visão chinesa do socialismo de resultados. Essa nova fase do sistema capitalista, nos tempos atuais, ganhou o nome de globalização.

O fenômeno da globalização, impulsionado pela necessidade dos países em participar cada vez mais do comércio internacional, tem sido apontado como uma das principais causas da equalização e da simetria dos sistemas econômicos. Por seu turno, esse movimento de uniformização dos sistemas econômicos dos Estados Nacionais é apontado como um dos responsáveis pela aproximação dos sistemas jurídicos, influenciando, de forma relevante, a atualização de códigos e leis, e até mesmo de Constituições, no sentido de se equivalerem cada vez mais, eliminando assimetrias e externalidades negativas nas finanças e no comércio internacional, até porque, em um mundo altamente competitivo, a eliminação de entraves jurídicos pelos países, para ascenderem na ordem econômica mundial, se tornou questão de ordem do dia.

Tal situação atual leva a inferir que, dentro do contexto de equalização dos sistemas econômicos e jurídicos, a internacionalização também interfere na matriz tributária de cada País.

Para Hines, James & Rice, Eric. (1994, p. 162), com a internacionalização dos mercados, a política tributária tem sido afetada especialmente devido aos diferentes níveis de tributação dos países em relação ao sistema de alíquotas, bases tributárias e benefícios fiscais, incentivando a saída dos fluxos de capitais em busca dos lugares onde são menos tributados.

É neste ponto que se inicia a competição tributária, onde as diferenças nas diversas cargas tributárias podem acarretar fuga dos investimentos, em direção aos países com carga tributária menor, embora esse não seja o único fator relevante para a escolha do lugar de investimento, segundo Hines, James & Rice, Eric. (1994).

Neste sentido, Esnolde, Gallo, Parisi e Pereira (2009), frisam:

(...) que a gestão tributária é uma forma lícita de buscar a economia tributária, pois qualquer outra ação tomada visando à redução dos encargos tributários, que não esteja amparada na legislação, não pode ser considerada como um ato de gestão tributária, mas sim de sonegação tributária, o que é configurado crime contra a ordem tributária.

Segundo Wasserman (2009), são várias as formas de favorecimento tributário: Imunidade Tributária, isenções de ICMS para implementação de fábricas; créditos de IPI para receitas de exportação; incentivos fiscais setoriais; dedutibilidade tributária mais rápida do que o declínio econômico do ativo que são as depreciações aceleradas entre outras;

diferimento de lucro, isenção tributária de rendimentos auferidos por aplicações lastreadas em títulos públicos, entre outros exemplos.

Já Calijuri (2009) comenta em sua tese de doutorado que a minimização dos tributos não conduz à maximização dos lucros da empresa, pois geram outros custos que não eram levados em consideração.

Para a autora, as empresas obtêm a maximização de seu valor ao cumprirem as normas legais e focarem em seu propósito negocial, fugindo da simples ótica de redução no pagamento dos tributos.

Já Martinez e Fernandes (2012, p.04), comentam em seu artigo apresentado no 19º Congresso Brasileiro de Contabilidade que:

Levando em consideração o advento da MP 281/2006, que isentou o investidor estrangeiro do imposto de renda incidente sobre os rendimentos de títulos públicos, concluiu que tais títulos passaram a ser favoravelmente tributado a partir desta legislação, o que levou os investidores estrangeiros a aplicarem majoritariamente nestes papéis.

Desta forma, para Martinez e Fernandes (2012, p.04), existe uma tributação implícita sobre esses investimentos, pois os retornos dos investimentos ficaram menores para os investidores estrangeiros em comparação com os retornos concedidos aos investidores nacionais.

Ou seja, na concepção de Wasserman,(2009, p.104), citado no artigo de Martinez e Fernandes (2012, p.04), “o investidor nacional sofria maior tributação, mas era premiado com maior retorno, o que, reitera-se, corroborou a tributação implícita sobre os investimentos dos estrangeiros.

Portanto, à luz do exposto, a tributação implícita trata-se de um tema de suma importância, pois traz à tona um tipo de tributação ainda pouco visível e explorado para a maioria dos indivíduos e as empresas, mas que é tão presente quanto à tributação explícita que é de conhecemos de todos.

O objetivo deste estudo é exemplificar, explicar e calcular como os tributos implícitos afetam o retorno antes mesmo da tributação em uma variedade de ativos, além de listar alguns ativos que são favoráveis tributariamente e porque suportam tributos implícitos.

Assim, o artigo divide-se em nove seções: seguintes à introdução, a seção 2 apresenta os fundamentos e os relevantes conceitos da teoria do efeito clientela, teoria da relevância dos dividendos (pássaro na mão), teoria da irrelevância dos dividendos, teoria da hipótese de sinalização, teoria da hipótese do agenciamento; a seção 3 apresenta a diferença entre tributação explícita e tributação implícita; a seção 4 apresenta o conceito e a prática dos impostos implícitos; a seção 5 apresenta o efeito clientela explicando o conceito de *Tax Clienteles* e tributos implícitos estão muito relacionados; a seção 6 apresenta *Tax Arbitrage* que é a ideia de que se busca sempre por melhores retornos após a tributação; a seção 7 apresenta os efeitos de fricções sobre a forma organizativa arbitragem; as considerações finais, na seção 8, fecha o artigo, com os principais pontos apresentados.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A política de dividendos é a decisão da empresa de quanto do lucro será distribuído e de quanto será retido pela empresa (Loss e Sarlo Neto, 2003). É uma das decisões mais importantes da área gerencial e deve buscar a maximização da riqueza.

Existem duas formas de se fazer a distribuição de dividendos. Essa decisão sobre qual opção escolher sobre o lucro gerado pela empresa sobrepõe de quanto investir ou de quanto reter na empresa, trata-se de uma decisão de como serão financiados os futuros investimentos (Bueno, 2002).

De acordo com Bueno (2002), os dividendos não são a única fonte de recursos do fluxo de caixa dos investidores. Há também o ganho de capital decorrente da venda de suas ações.

Na visão do investidor, o dividendo seria a parcela realizada da remuneração do capital que está investido na empresa. Existem investidores que preferem receber dividendos e outros preferem receber ganhos de capital decorrentes da retenção. De acordo com a teoria do efeito clientela os investidores fazem suas escolhas em quais empresas investir baseada nas políticas de dividendos dessas empresas que se adequam as suas preferências. A escolha do investidor considera os fluxos de caixa pessoais ou corporativos (Holanda e Coelho, 2012).

Existe uma grande investigação nas áreas de economia e finanças a respeito de política de dividendos. As teorias abaixo relacionadas explicam essa política de dividendos:

2.1 TEORIA DO EFEITO CLIENTELA

A Teoria do Efeito Clientela preconiza que os investidores são direcionados a aplicar seus recursos em firmas com políticas de dividendos adequadas às suas preferências, considerando as características de seus fluxos de caixa pessoais e corporativos (Holanda e Coelho, 2012, p. 449).

2.2 TEORIA DA RELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS (PÁSSARO NA MÃO)

A Teoria da Relevância dos Dividendos desenvolvida por Gordon e Lintner explica que com maiores níveis de distribuição de lucros proporcionariam aumentos dos preços das ações, dada a preferência pela liquidez dos agentes econômicos. De acordo com Loss e Neto (2003) os investidores preferem mais as ações das entidades que distribuem seus resultados, ou seja, mais válido um dividendo na mão do que um ganho de capital incerto.

2.3 TEORIA DA IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

A Teoria da Irrelevância dos Dividendos desenvolvida por Modigliani e Miller em 1961 enfatiza que a distribuição de lucros é irrelevante para os investidores, o mais importante é a maximização da geração de caixa pela empresa. Para Loss e Neto (2003) o custo de capital será sempre constante não importando o tipo de financiamento utilizado, mesmo que o capital de terceiros seja de custo mais baixo, quanto maior o endividamento, maior o risco para os acionistas e, portanto, maior o retorno exigido. Portanto, um eventual ganho obtido com aumento de dívida é compensado pelo aumento do custo do capital próprio.

A sugestão de Modigliani e Miller (1961) seria que em caso da empresa tenha valor presente líquido positivo, a distribuição de dividendos deveria ser apenas no valor que excede ao montante necessário para financiar tais projetos (Teoria Residual).

2.4 TEORIA DA HIPÓTESE DE SINALIZAÇÃO

A Teoria da Hipótese de Sinalização pressupõe assimetria informacional. Segundo Ross (1977), o aumento no nível de dividendos pago serve para informar os investidores sobre o fluxo de caixa da empresa, assim o valor da ação sobe. Quando ocorre o inverso, os preços caem, pois evidencia sinais negativos ao mercado.

Foi feito um estudo por Cioffi e Famá (2010), utilizando o Modelo de Ohlson, para analisar o efeito de sinalização dos dividendos no valor de mercado de empresas brasileiras. Os resultados evidenciados constataram que os dividendos possuem efeito positivo nas empresas, além de outras de outras variáveis como o valor dos livros do PL, o lucro líquido antes de itens extraordinários e as movimentações líquidas no patrimônio. Porém esse efeito não pode atribuído ao efeito de sinalização de lucratividade futura, fornecendo indícios que os proventos são relevantes aos investidores porque estes preferem receber dividendos a ganhos de capital, em razão da aversão ao risco (Cioffi e Famá, 2010).

Vale acrescentar que essa distribuição de lucros pode ser feita pelo pagamento de dividendos ou Juros sobre Capital Próprio (JSCP).

2.5 TEORIA DA HIPÓTESE DE AGENCIAMENTO

A Teoria da Hipótese do Agenciamento diz que com a postura dos agentes econômicos pela preferência pela liquidez faz reduzir o fluxo de caixa disponível para os gestores, reduzindo expectativas de ineficiência na alocação de recursos.

3 TRIBUTAÇÃO EXPLÍCITA X TRIBUTAÇÃO IMPLÍCITA

A tributação explícita é o pagamento de tributos feitos diretamente às autoridades tributárias.

Já a tributação implícita são os tributos pagos indiretamente na forma de uma taxa de retorno mais baixa antes do imposto, obtida em investimentos e/ou ativos tributados mais favoravelmente. Ocorre quando apuramos o custo, antes da tributação que a empresa tem que gerar o produto e/ou serviço, considerando o efeito antes da nova proposta tributária e fazendo uma projeção de como ficarão os custos após a efetivação da nova proposta tributária.

Portanto, a carga tributária total é composta pelos tributos explícitos e implícitos.

4 IMPOSTOS IMPLÍCITOS

4.1 CÁLCULO DOS IMPOSTOS IMPLÍCITOS

O imposto implícito, nos retornos de qualquer investimento, está definido como a diferença entre o retorno do pré-imposto sobre a obrigação total do sujeito passivo e o retorno do risco ajustado⁴ do pré-imposto em incentivo fiscal.

Para visualizar melhor o cálculo dos impostos implícitos, usaremos o exemplo citado por Scholes, M. et al.(2005, p.137):

Assume-se que o retorno sobre o investimento plenamente tributável é de 10% e o retorno do risco ajustado antes da tributação é de 7%. A carga fiscal implícita isenta de impostos sobre títulos seriam então 3%, apenas (10% - 7%).

A taxa de impostos implícitos, “T”, sobre um investimento em particular, “a”, e que a taxa de retorno, se aplicarmos explicitamente as obrigações plenamente tributáveis, isso deixaria um retorno igual à taxa do pré-imposto de retorno no investimento. Se definirmos o Rb enquanto o retorno risco ajustado do pré-imposto em ligações inteiramente passíveis de imposto e o Ra como o pré-imposto do risco ajustado que retornam no investimento alternativo, a taxa de imposto implícita estará perto de ser encontrada.

$$Rb(1 - T) = Ra$$

Ou

$$T = (Rb - Ra) / Rb$$

Substituindo a equação do exemplo anterior temos:

$$\begin{aligned} Rb &= 10\%, Ra = 7\% \\ T &= (0.10 - 0.07) / 0.10 \\ T &= 0.30 = 30\% \end{aligned}$$

Assim pagar o imposto a uma taxa de 30% em ligações inteiramente passíveis de imposto conduziria a um retorno de 7%, o mesmo que a taxa de pré-imposto isenta de tributos e obrigações.

Segundo Calijuri (2009, P.87),

Ao analisar um projeto, o investidor deve saber que não pagará somente os impostos explícitos, mas também os implícitos, desta forma, substituindo os valores de impostos na equação, a taxa de tributo implícito é de 0,30. Isto significa dizer que a uma taxa de tributos de 30%, o ativo integralmente tributado tratará um retorno de 7%, que é o mesmo retorno antes dos tributos que trará um ativo que é isento de tributos. Isso mostra que se o ativo for isento, não haverá pagamento de tributos

⁴ Usaremos o termo risco ajustado para indicar que estamos comparando a rentabilidade dos investimentos alternativos após o ajuste para diferenças de risco. Depois de isolar os efeitos de tributação diferenciada sobre o retorno antes de impostos (implicit taxes), introduzimos o risco e as diferenças de custos para a análise.

explícitos, pois o investimento é isento, mas haverá pagamentos de tributos implícitos.

Tributos Implícitos podem ser calculados também pela diferença entre os impostos explícitos de dois ativos (investimentos) comparáveis (mesmo risco):

Tributos Implícito do Ativo “a” = Retorno antes dos Impostos do Ativo Referência (Rb) – Retorno antes dos Impostos do Ativo “a” em questão (Ra).

Exemplo:

Suponha que a rentabilidade líquida de tributos do CDB (Rcdb) seja 10% a.a. e a rentabilidade líquida de tributos da poupança que é isenta de tributação (Rpoupança) seja 7,75% a.a.

Ou seja:

Tributos Implícitos da Poupança = Rcdb – Rpoupança = 10% - 7,75% = 2,25%

Já a alíquota tributária implícita é calculada como sendo:

$$Tia = (Rb - Ra)/Rb = (Rcdb - Rpoup)/Rpoup (10\% - 7,75\%)/10\% = 22,5\%.$$

4.2 EXEMPLO PRÁTICO DE TRIBUTAÇÃO IMPLÍCITA

Traz-se a seguir um exemplo prático para um melhor entendimento sobre Tributação Implícita.

Exemplo:

Uma empresa distribuidora estabelecida no ES, tributada no ICMS em 17%, resolve transferir sua sede ou depósito para SP, onde a alíquota de ICMS para saída de produtos é 7%. Os custos de instalação, transferência, treinamentos, etc., envolvidos no projeto, tende a proporcionar um menor retorno sobre as atividades, comparando-se o retorno obtido no ES, muito embora o tratamento tributário explícito, aqui, seja maior, antes da tributação. Os custos pagos implicitamente, antes do cálculo dos tributos, são chamados impostos implícitos. Portanto, ao se analisar um planejamento tributário deve-se levar em conta os impostos implícitos e explícitos para se chegar à conclusão do melhor planejamento tributário da empresa.

4.3 TRIBUTOS IMPLÍCITOS E PREFERÊNCIAS FISCAIS

Para Calijuri (2009), tanto a tributação implícita e as preferências fiscais estão interligadas já que provocam alterações no retorno do investimento.

Neste contexto, Calijuri (2009, p.87), explica:

As preferências fiscais são as diferenças intertemporais nas deduções, exclusões e outros itens que causam diferenças entre o lucro tributável e o lucro contábil, como, por exemplo, a depreciação, a amortização e a exaustão ou uma aceleração de deduções para propósitos fiscais.

Para a autora, as preferências fiscais atuam como parte da política econômica do governo, como forma de incentivar as empresas por meio de subsídios ou incentivos fiscais a alocarem recursos, investimentos ou decisões de financiamento, de acordo com os planos do governo.

4.4 APURAÇÃO DO TRIBUTO IMPLÍCITO E A PREFERÊNCIA FISCAL NOS INVESTIMENTOS

Um exemplo citado por Calijuri (2009) em sua tese de doutorado demonstra de forma simplificada como é feita a apuração do tributo implícito e a preferência fiscal nos investimentos.

Dessa forma, Calijuri (2009, p.89), explica:

Se uma empresa pagou \$100.000,00 de imposto de renda em um determinado trimestre e apresentou lucro contábil de \$1.000,00, o valor do seu pagamento representa 10% em relação ao lucro contábil. Se a empresa está sujeita a uma alíquota de 25%, então, a preferência fiscal dessa empresa é de 15%.

No Brasil, um exemplo de preferência fiscal é a depreciação acelerada que é uma despesa que afeta a taxa de retorno antes dos impostos e aumenta os impostos implícitos sobre os investimentos.

Quanto mais acelerado for o calendário da depreciação, mais rápido o contribuinte leva o custo de aquisição para o resultado da empresa e mais favorecido fiscalmente torna-se o investimento.

Um exemplo citado por Scholes et al. (2005, p.122), exemplifica o que foi dito no parágrafo acima:

Supondo que o custo de um investimento é de \$100.000,00 e a alíquota marginal de imposto é de 40%. Uma imediata dedução de todo o custo de investimento reduziria os impostos de empresa em \$40.000,00 = (\$100.000,00 x 40%).

5 EFEITO CLIENTELA

O conceito de *Tax Clienteles* e tributo implícito estão muito relacionados. Esses clientes existem e aumentam, segundo Calijuri (2009), porque há diferença entre alíquotas de tributação e assim, alguns contribuintes tendem a preferir alguns tipos de ativos para aproveitar os tributos.

Logo, podemos definir *Tax Clienteles* como o fato de as diferenças entre as pessoas e empresas faz com que estas tenham maior predisposição para um tipo de ativo ou maneira de organizar a produção.

As particularidades de cada pessoa e/ou empresa diante de um ativo irão determinar o tipo de potencial interessado para o mesmo.

Um exemplo seria na preferência dos investidores por determinadas ações com o nível de pagamento de dividendo mais adequado a sua faixa de tributação (Martins e Famá, 2012).

Estudos realizados por Holanda e Coelho (2012) mostram que existe associação estatisticamente significativa entre a decisão de declarar dividendos – e seu montante – e o efeito clientela, que não pode ser rejeitada de maneira conclusiva.

A política de dividendos de empresas brasileiras confirma parcialmente a proposta de Miller e Modigliani (1961) sobre o efeito clientela influenciando a decisão de dividendos das firmas, além do impacto do efeito clientela que seria ocasionada por questões associadas à governança corporativa e a mecanismos de financiamento predominantes no mercado financeiro brasileiro.

Martins e Famá (2012) complementam dizendo que se o dividendo e o ganho de capital forem tributados com alíquotas diferentes, na presença de racionalidade dos investidores, haverá preferência pela remuneração que sofrer menores tributações, proporcionando maior rendimento líquido.

5.1 EXEMPLO PRÁTICO DE EFEITO CLIENTELA

Considerando os produtos de Previdência privada PGBL e VGBL. Sabe-se que as contribuições ao PGBL são dedutíveis do imposto de renda até 12% de sua renda, e a tributação ocorrerá no resgate pelo montante. Já no VGBL não é possível deduzir as contribuições, mas a tributação ocorre apenas sobre o rendimento quando no resgate.

Naturalmente se está interessado em pagar menos imposto agora por rendimentos que obteve, o PGBL seria sua preferência. Entretanto para quem não teve rendimentos, mas deseja transformar uma poupança num fundo de previdência, ou apresenta declaração simplificada, o VGBL será a preferência.

Em suma as peculiaridades de cada pessoa/empresa diante de um ativo irão determinar o tipo de potencial interessado para o mesmo.

Diferenças: empresas que apuram resultado por lucro real ou lucro presumido.

Em que faixa de alíquota do IRPF você está? Todas essas possíveis respostas indicam Tax Clienteles.

Os contribuintes carregam um encargo fiscal que nada mais é do que a soma dos tributos explícitos e implícitos.

Para Scholes, M. et al.(2005, p.142), os contribuintes que suportam um imposto total de 30% seriam indiferentes entre o investimento nas ligações passíveis de imposto que rendem 10% antes do imposto e nas ligações municipais que rendem 7%. Para tais contribuintes são indiferentes entre pagar sobre a tributação implícita, tributação explícita, ou toda a combinação de impostos explícitos e implícitos desses totais 30%.

Desta forma, segundo Scholes, M. et al.(2005), os contribuintes que são indiferentes são chamados de **acionistas marginais**, ou seja, são contribuintes que são indiferentes entre investir em dois ativos de mesmo risco, mas cujos retornos sejam tributados diferentemente. O investidor com as taxas de imposto explícitas diferentes da taxa marginal de impostos explícita não são indiferentes à escolha de recursos diferentemente taxados e são chamados de **acionistas inframarginais**, ou seja, são os investidores que têm alíquotas explícitas diferentes das alíquotas explícitas suportadas pelo investidor marginal, não são indiferentes à escolha de dois ativos de mesmo risco e diversamente tributados.

Vamos considerar, agora, para uma estratégia de investimento para estes acionistas inframarginais. Os contribuintes nos mesmos níveis de capacidade contributiva são atraídos aos investimentos que são taxados similarmente.

Retornando a nosso exemplo da ligação isenta de impostos e passível de imposto, os acionistas com taxas de imposto explícitas marginais elevadas preferem ligações isentas de impostos, e os acionistas com baixas taxas de imposto explícitas marginais preferem ligações inteiramente passíveis de imposto.

Os contribuintes que preferem um investimento sobre outro são referidos como a clientela do imposto para o investimento preferido. A menos que os acionistas identificarem corretamente suas clientelas apropriadas, não maximizarão suas taxas de retorno após imposição.

6 ARBITRAGEM TRIBUTÁRIA (*Tax Arbitrage*)

Tax Arbitrage é a ideia de que se busca sempre por melhores retornos após a tributação. Atualmente, para os investimentos pessoais observa-se a incidência de uma oportunidade de arbitragem. Por exemplo, a poupança oferece rendimentos da TR (com redutor) sendo isento de tributação no momento.

No fundo de curto prazo, em sua maioria, oferecem a SELIC, menos uma taxa administrativa de (3% a 5%) e ainda incide a tributação numa alíquota de 22,5%. Por uma questão de arbitragem na medida em que a SELIC cai a 10,25%, dependendo da taxa de administração já está interessando migrar para a poupança. Isso é *tax arbitrage*.

Desta forma, na ausência de fricções do mercado e de limitações nas regras tributárias, contribuintes poderiam eliminar todo ou parte de seus impostos com a arbitragem do imposto.

Nós distinguimos entre dois tipos de arbitragem do imposto:

- 1- **Forma de arbitragem organizacional:** acontece quando o contribuinte fica “*long*” (comprado) num ativo que trás vantagens fiscais para a organização e “*short*” (vendido) nos ativos com benefícios fiscais desvantajosos para a organização.
- 2- **Forma de arbitragem por Clientela:** acontece quando o contribuinte têm diferentes oportunidades de alíquotas tributárias e quando os ativos são tributados de maneiras diferentes. É uma conversão entre tributar uma receita de forma explícita por uma forma implícita ou vice versa;

Para ilustrar melhor, temos um exemplo em que o contribuinte tem uma carga tributária explícita de 25%. Para ele não faz diferença entre: investir em um ativo tributado com rentabilidade de 8 % ou investir em um ativo não tributado com rentabilidade de 6%.

Portanto, teremos a alíquota total de $(8\% - 6\%) / 8\% = 25\%$.

Se a carga tributária do contribuinte fosse:

<25%: Investiria no ativo tributado

>25%: Investiria no ativo não tributado

7 O EFEITOS DE FRICÇÕES SOBRE A FORMA ORGANIZATIVA ARBITRAGEM

Na ausência de fricções de mercado e restrições de regras de imposto, se um veículo de poupança ou forma organizacional domina outro veículo de poupança ou forma organizacional, os contribuintes poderiam eliminar todos os seus impostos através de arbitragem fiscal.

Arbitragem fiscal é a compra de um ativo (posição de compra) e a venda de outro (posição de venda) para criar um lucro certo, apesar de um nível zero de investimento líquido.

Agora reconsideraremos a oportunidade de participar em forma de arbitragem na presença de fricções no mercado, utilizando veículos de poupança que permitem isenção total do investimento ganhos.

Suponha que, devido a custos de investir em um veículo especial de poupança, o contribuinte perde uma fração, f , da taxa de retorno antes de impostos, R , a partir do veículo - ou seja, o contribuinte percebe apenas os custos antes de impostos incorridos, como contrai empréstimos para financiar outros investimentos, caso em que a taxa de juros torna-se antes dos impostos, mesmo quando o empréstimo é um risco.

Então se tivermos uma fricção de mercado imposta a um determinado investimento devemos considerá-lo nas tomadas de decisão, pois a fricção pode incorporar um custo maior do que o valor do investimento feito após o estudo da arbitragem.

As fricções de mercado impedem a capacidade dos contribuintes de realizar arbitragem fiscal. A maioria das fricções de mercado surge porque a informação é cara e nem todos os contribuintes têm a mesma informação.

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo tem como propósito contribuir com estudos na área de Planejamento Tributário no Brasil fazendo um paralelo com estudos realizados nos EUA.

À luz dos conceitos correlatados à tributação implícita, pode-se interpretar que as atividades econômicas diferentes são tributadas de forma diferente, mesmo se realizado na mesma forma organizacional.

Para Scholes, M. et al.(2005), a tributação desigual dos rendimentos afeta a demanda por investimento e, portanto, afeta as taxas antes dos impostos de retorno. Especialmente, se dois ativos produzem fluxos de caixa antes dos impostos idênticos, mas um é mais tributado do que o outro, então o preço do ativo mais levemente tributado vai ser licitado até em relação ao preço do ativo mais fortemente tributado.

No ambiente de fricções do mercado ausentes, os preços dos ativos ajustam-se, assim as taxas de retorno após impostos são equalizados em ativos para todos os investidores na economia. Assim, o tratamento tributário diferenciado de retornos de ativos dá origem a impostos implícitos.

Por exemplo, esses investimentos que são favorecidos tributavelmente em relação às obrigações totalmente tributáveis ganham taxas de retorno mais baixas antes dos impostos do que os títulos totalmente tributáveis. A diferença nas taxas de retorno antes dos impostos entre as obrigações totalmente tributáveis e o ativo fiscal favorecido é um imposto implícito.

Ou seja, um imposto que é pago implicitamente através das taxas de retorno mais baixas antes dos impostos.

Segundo Scholes, M. et al.(2005), os investimentos que são desfavorecidos tributavelmente relativos aos títulos totalmente tributáveis ganham taxas maiores de retorno antes de impostos do que fazer ligações totalmente tributáveis, e, tendo títulos totalmente tributáveis como referência, o imposto implícito sobre o ativo de impostos relativamente desfavorecidos é negativo.

Os impostos implícitos geralmente não são pagos diretamente à autoridade tributária. O contribuinte fiscal atua como um agente de transferência para o governo, com o contribuinte destinando uma parte do imposto ao beneficiário de um subsídio governamental ou pagamento por transferência.

Por exemplo, os emissores de títulos municipais recebem o imposto implícito como um subsídio. Os clientes de bens e serviços produzidos em indústrias de capital intensivo, com amortizações liberais e créditos fiscais pagam preços mais baixos. Locatários enfrentam as taxas de aluguel mais baixas quando amortizações são muito liberais.

Na comparação entre os retornos de ativos diferentes, Scholes, M. et al.(2005), relata que é importante distinguir entre as diferenças de risco e diferenças de tributação. Investimentos de risco são pagas para oferecer prêmios de risco. Um investimento de risco, que é levemente tributado (como ações ordinárias) pode produzir altas taxas de retorno antes de impostos e ainda ter imposto implícito substancial em relação a ativos menos arriscados que são totalmente tributados (como títulos tributáveis).

Se, além de ativos diferencialmente tributados, temos investidores diferencialmente tributados, para Scholes, M. et al.(2005), a clientela adequada para investimentos depende do *mix* de impostos implícitos e explícitos que incide sobre os investimentos. O investidor marginal fixa os preços no mercado, é o contribuinte que é indiferente entre investir nos ativos diferencialmente tributados. A clientela adequada para altos investimentos implicitamente tributados são investidores cujas alíquotas fiscais excedem a dos investidores marginais, fixando os preços no mercado. E os clientes apropriados para grandes investimentos explicitamente tributados são investidores cujas taxas de impostos legais são menores do que do investidor marginal.

Para Scholes, M. et al.(2005), os investidores com alíquotas fiscais diferentes dos investidores marginais fixando preços no mercado são os investidores inframarginais. É que os investidores inframarginais que formam clientelas claramente identificáveis como uma função do nível das taxas de imposto implícitas através de investimentos

Na concepção de Scholes, M. et al.(2005), muitos políticos parecem ignorar impostos implícitos em suas declarações públicas. Segundo o autor, se medirmos a progressividade da estrutura tributária, concentrando-se exclusivamente em impostos explícitos, a estrutura tributária dos EUA não parece muito progressista. Ou seja, o imposto explicitamente como um percentual da renda total é quase o mesmo para os contribuintes ricos e pobres.

Se, pelo contrário, segundo o autor citado acima, os impostos implícitos e os subsídios são incorporados aos cálculos da carga tributária, o cronograma imposto é muito mais progressista. A razão é que os investidores ricos tendem a possuir ativos com altos impostos implícitos, tal como os títulos municipais, ações ordinárias, e imobiliários.

Na ausência de fricções de mercado e restrições de regras de imposto, se um veículo de poupança ou forma organizacional domina outro veículo de poupança ou forma organizacional, os contribuintes poderiam eliminar todos os seus impostos através de arbitragem fiscal. Arbitragem fiscal é a compra de um ativo (posição de compra) e a venda de outro (posição de venda) para criar um lucro certo, apesar de um nível zero de investimento líquido.

A Forma organizacional arbitragem surge, segundo Scholes, M. et al.(2005), quando os contribuintes tomam uma posição de compra num ativo através de um imposto favorecido na forma organizacional e uma posição de venda no ativo através de uma forma organizacional tributada desfavoravelmente. Clientela baseada em arbitragem surge quando os contribuintes enfrentam diferentes taxas de imposto e quando os ativos são tributados diferentemente, o que dá origem à impostos implícitos. Clientela baseada em arbitragem é uma conversão do lucro tributável de um explicitamente tributado a uma forma implicitamente tributada ou vice-versa.

A forma organizacional arbitragem para Scholes, M. et al.(2005), pode reduzir o imposto sobre a renda para zero em horizontes de investimento tão curtos quanto durante um ano fiscal. Isso requer apenas que os retornos sobre a posição de compra realizada através da forma organizacional de impostos favorecida são tributados a uma taxa menor do que as perdas decorrentes da posição de venda através de outra forma organizacional de impostos desfavorecida.

Se a estratégia forma organizacional de arbitragem envolve uma posição de compra em um ativo que gera lucro tributável diferido e uma posição de venda que as potenciais deduções fiscais de rendimento, e o sistema tributário não oferece descontos de impostos de renda tributável negativa, forma organizacional de arbitragem não reduzirá a taxa de imposto sobre o rendimento para zero.

Conforme relata em seu livro, Scholes, M. et al.(2005), os retornos de ativos podem ser isentos de tributação explícita ou através da não taxação de retornos futuros (como com títulos municipais nos Estados Unidos) ou por meio de dedução imediata do investimento seguido pela tributação integral dos retornos. Se não fosse por restrições de regras de imposto relativas ao interesse deduzir, títulos isentos de impostos seriam mais eficazes em clientela baseada em estratégias de arbitragem que os ativos poderiam conseguir isenção fiscal, devido à dedutibilidade do custo do investimento.

Segundo Scholes, M. et al.(2005), as fricções de mercado impedem a capacidade dos contribuintes de realizar arbitragem fiscal. A maioria das fricções de mercado surge porque a informação é cara e nem todos os contribuintes têm a mesma informação. Muitas das regras de execução do Código Tributário representa restrições à capacidade dos contribuintes para efetuar arbitragem fiscal. Tão numeroso quanto estas restrições podem parecer (e eles são de fato numerosas, mencionamos apenas algumas das mais importantes aqui), eles são muito menos numerosos do que não houve fricções de mercado (isto é, se a implementação de estratégias de arbitragem fiscal foi sem custo).

REFERÊNCIAS

- BUENO, Artur Franco. Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. **Revista de Contabilidade e Finanças**, vol.13, n.28, pp. 39-55. ISSN 1808-057X, 2002.
- CALIJURI, Monica Sionara Schpallers. **Avaliação da gestão tributária a partir de uma perspectiva multidisciplinar**. São Paulo 2009. Tese (doutorado) USP.
- CIOFFI, Patrícia Leite de Moraes; FAMÁ, Rubens. O Modelo de Ohlson e a Sinalização de Dividendos no Mercado de Capitais Brasileiro. **XIII Semead – Seminários em Administração**, 2010, p. 1-16. ISSN 2177-3866.
- ESNOLDE, Adilson Leandro; GALLO, Mauro Fernando; PARISI, Claudio; PEREIRA, Carlos Alberto. **Percepção dos Controllers em Relação à Gestão Tributária**. Pag.08, 2009.
- HINES, JAMES & RICE, ERIC. (1994). Fiscal Paradise: Foreign Tax Havens and American Business. **Quarterly Journal of Economics**. Extraído da revista The Economist, 27/01/2000.
- HOLANDA, Allan Pinheiro e COELHO, Antonio Carlos Dias. Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. **Rev. adm. Empres.**, vol.52, n.4, pp. 448-463. ISSN 0034-7590, 2012
- LOSS, L; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? Revista de Contabilidade e Finanças, Edição Comemorativa, p. 39-53, 2003.
- MARTINEZ, Antônio Lopo; FERNANDO, Vander. Tributação e Governança Corporativa: Um estudo sobre a destinação do valor adicionado em tributos por empresas que adotam práticas de Governança Corporativa. 19º Congresso Brasileiro de Contabilidade – Belém / PA – 2012.
- MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. RAE-Revista de Administração de Empresas, v. 52, n. 1, jan-fev, 2012.
- MILLER, M. H; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. Journal of Business, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.
- MODIGLIANI, F; MILLER, M. H. . Dividend policy, growth, and the valuation of shares. The Journal of Business, v. XXXIV, n. 4, p. 411-433, Oct. 1961.
- ROSS, S. The determination of financial structure: the incentive signaling approach. **Bell Journal of Economics**, p. 23-40, Spring 1977.
- SCHOLES, M. et al. Taxes and business strategy: a planning approach. 3rd ed. New Jersey Pearson Education, Inc.2005.

WASSERMAN, Claudio. Tributação implícita: Redução da taxa de retorno pré-imposto e ativo favoravelmente tributados. São Paulo, 2009. Tese (doutorado em Controladoria e Contabilidade) USP.