

ATA DA 19ª REUNIÃO DO COMITÊ EXECUTIVO DO PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS

Data: 7 de outubro de 2005

Horário : das 13h00 às 15h00

Local : ANDIMA
Rua Líbero Badaró, 377 – 4º andar.
São Paulo – SP

Participantes:

ABRASCA	Alfried Plöger
ABVCAP	Álvaro Gonçalves
ANCOR	Guilherme Marconi
ANDIMA	Paulo Sampaio
ANIMEC	Waldir Luiz Corrêa
APIMEC	Milton Milioni
BM&F	Ailton Coentro Filho
BM&F	Álvaro Mendonça
BOVESPA	Raymundo Magliano Filho
BOVESPA	Sérgio Luiz de Cerqueira Silva
CNI	Flávio Castelo Branco
FIESP	Paulo Roberto Pereira da Costa
FORÇA SINDICAL	Ricardo Patah
IBGC	Mauro Cunha
IBMEC	Ênio Rodrigues
IBRI	Salim Ali
Coordenador	Thomás Tosta de Sá

O Dr. Alfredo Moraes, presidente da ANDIMA, iniciou a reunião dando boas vindas aos participantes e passou em seguida a palavra ao coordenador executivo, Thomas Tosta de Sá.

Após justificar a ausência do Dr. Murilo Portugal, o coordenador informou que o Grupo de Trabalho de Liquidez do Mercado Secundário de Títulos da Dívida das

Empresas havia concluído seu trabalho após a 6ª Reunião e que o Relatório Final do GT encontrava-se no caderno distribuído aos participantes.

Comentou a seguir que o GT se reuniria na ABRASCA com um grupo de empresas emissoras para apresentação do relatório no próximo dia 13 de outubro e que, a seguir, seria marcada uma reunião na CVM.

Falou, depois, que o GT do Novo Modelo Previdenciário já havia realizado sua primeira reunião no dia 20 de setembro, na FIPE, sob a coordenação do Prof. Hélio Zylberstein, participando também os consultores José Cechin e Fábio Giambiagi.

Comentou que para a próxima reunião do GT, no dia 3 de novembro, seriam convidados a participar os representantes da Força Sindical e CGT.

A idéia do GT é, a medida que a proposta vá sendo elaborada, fazer reuniões com a participação das demais entidades do Comitê Executivo.

É intenção do GT também convidar alguns especialistas em previdência, como o ex-Ministro Reinhold Stephanes, Paulo Rabello de Castro, Flávio Martins Rodrigues, Flávio Rabello, etc. para criticarem as propostas do Novo Modelo, antes da conclusão final do estudo.

Como já foi relatado em outras reuniões do Comitê, o objetivo é convidar os candidatos a Presidência para receberem a proposta e tão logo seja definida a eleição, reunir-se com a equipe do novo presidente para discussão da proposta a fim de ser encaminhado ao novo Congresso em 2007.

O coordenador pediu a seguir, que os representantes de cada entidade apresentassem, para aprovação do Comitê, as propostas consideradas prioritárias no campo tributário, para posterior encaminhamento ao GT do Mercado de Capitais do Governo.

A BOVESPA informou que as propostas de alteração de tributação dos fundos imobiliários e isenção do imposto de renda a pessoas físicas na venda de carteira para aquisição de novas ações em ofertas primárias (ver anexos), são consideradas prioritárias.

Após a apresentação elas foram aprovadas pelo Comitê.

O Sr. Alfredo Moraes, da ANDIMA, apresentou as duas propostas, também aprovadas pelo Comitê, relativas a tributação de títulos e valores mobiliários de renda fixa (ver anexo):

- 1 - Alteração de tributação dos rendimentos periódicos dos títulos e valores mobiliários de renda fixa.
- 2 - Alteração na incidência de IOF, até 30 dias, relativas a títulos ou valores mobiliários, quota de fundo de investimento ou de clube de investimento.

O Sr. Alfred Plöger, presidente da ABRASCA, voltou a dizer que era prioridade a não incidência de PIS/Cofins sobre o pagamento dos juros de capital próprio (ver anexo).

Esclareceu, porém, que o Secretário Bernard Appy já havia dito que apesar de concordar, em princípio, com a proposta, não via espaço para o Governo concordar, no momento, com uma renúncia fiscal da ordem de R\$ 2 bilhões/ano.

Disse, ainda, que a ABRASCA estava finalizando uma pesquisa junto aos Associados para dimensionar o impacto fiscal para as empresas dessa tributação.

O Sr. Alfredo Moraes, da ANDIMA, comentou a seguir, que falta apenas um ato normativo da Receita Federal esclarecendo a cerca da não incidência de IOF na negociação de direitos creditórios no mercado secundário e que achava que o pleito seria de fácil aceitação.

Finalmente, o Dr. Álvaro Gonçalves, da ABVCAP, fez um relato do sistema atual de tributação dos fundos de empresas emergentes e fundos de participação tendo, inclusive, preparado uma carta a ser entregue ao Dr. Murilo Portugal com pleito de uma tributação diferenciada para esses fundos, que em resumo implicaria numa alíquota zero para o ganho de capital para o investidor estrangeiro, e uma alíquota decrescente em função de prazo para os fundos de investimento em empresas emergentes (Instruções 209 e 415) e fundos de investimento em participação (Instrução 391) (ver anexo).

As sete propostas anteriormente mencionadas, foram aprovadas e consideradas prioritárias pelo Comitê Executivo para apresentação ao GT do Governo.

O coordenador passou, a seguir, a palavra ao Sr. Álvaro Mendonça, da BM&F, que após mencionar que todos os pleitos da BM&F apresentados na última reunião do Comitê Executivo, já haviam sido aprovados pelo Governo, permaneciam apenas os dois tópicos abaixo, de natureza regulatória:

- 1 - Permitir a participação direta dos investidores estrangeiros nos Futuros Bonds e ADRs Brasileiros, com liquidação financeira através de clearing da BM&F nos

EUA, a exemplo do que já existe para os contratos agropecuários, desde o ano 2000;

- 2 - Permitir a caracterização da posição dos bancos pelo critério adotado pelo BC para apuração de risco (global hedge), abandonando o hedge account..

Após a apresentação da justificativa das propostas, elas também foram aprovadas para encaminhamento prioritário ao GT do Governo.

Foi pedido, entretanto, que o Sr. Álvaro Mendonça preparasse um documento explicativo para ser encaminhado junto com a proposta.

O coordenador esclareceu, a seguir, que irá falar com a SPE – Secretaria de Política Econômica, que coordena o GT do Governo, para agendamento de uma reunião conjunta com o Comitê Executivo para apresentação das propostas.

Informou, ainda, que o GT do Governo estava concluindo a análise das 42 propostas anteriormente encaminhadas pelas entidades do Plano Diretor.

O Sr. Raymundo Magliano, da BOVESPA, comentou, a seguir, visita que fez ao BID, que tem disposição para financiar estudos relacionados a temas diversos, inclusive do mercado de capitais. Falou, também, do acordo BOVESPA – Bolsa do México, que contará com recursos do BID.

Outras intervenções foram feitas pelos presentes, tendo sido esclarecido pelo coordenador que iria fazer a convocação para a 1ª Reunião do Grupo de Trabalho de Desconsideração da Personalidade Jurídica para o próximo dia 21 de outubro.

O Dr. Alfredo Moraes encerrou a reunião agradecendo a presença e a contribuição dos participantes.

Atenciosamente,

São Paulo, 20 de outubro de 2005.

Thomás Tosta de Sá
Coordenador do Comitê Executivo do
Plano Diretor do Mercado de Capitais

ANEXO 1

PROPOSTA DA BOVESPA

PROPOSTA:
**ISENÇÃO DE IMPOSTO DE RENDA A PESSOAS FÍSICAS NA VENDA DA CARTEIRA
PARA AQUISIÇÃO DE NOVAS AÇÕES EM OFERTAS PRIMÁRIAS**

A proposta da BOVESPA consiste na extensão, às pessoas físicas investidoras em mercado de ações, dos benefícios de isenção do Imposto de Renda concedidos aos proprietários de imóveis pela "MP do Bem". Neste sentido, propomos que pessoas físicas que detenham carteiras de ações possam vender suas ações e, desde que os recursos sejam reinvestidos em ofertas primárias de ações ou em fundos de investimentos em participações, tenham o benefício da isenção de imposto de renda sobre ganhos de capital.

Estimamos, abaixo, valores máximos e mínimos da renúncia fiscal decorrente de uma possível aplicação desta medida.

A metodologia utilizada no cálculo deste valor considera que todas as novas ofertas seriam adquiridas com recursos resultantes da venda de carteiras formadas entre 1995 e 2004. As hipóteses foram estabelecidas com base nos seguintes parâmetros:

Hipótese 1 (H1):

- a) Valor da oferta primária prevista para 2006 = média anualizada das ofertas referentes ao período de janeiro/2004 até agosto/2005 = R\$ 3.560,4 milhões;
- b) participação de pessoas físicas nas ofertas = 10% = R\$ 356,0 milhões.

Hipótese 2 (H2):

- a) valor da oferta primária prevista para 2006 = crescimento de 30% em relação à média anualizada do período de janeiro/2004 até agosto/2005 = R\$ 4.628,5 milhões;
- b) participação do investidor individual nas ofertas = 15% = R\$ 694,3 milhões.

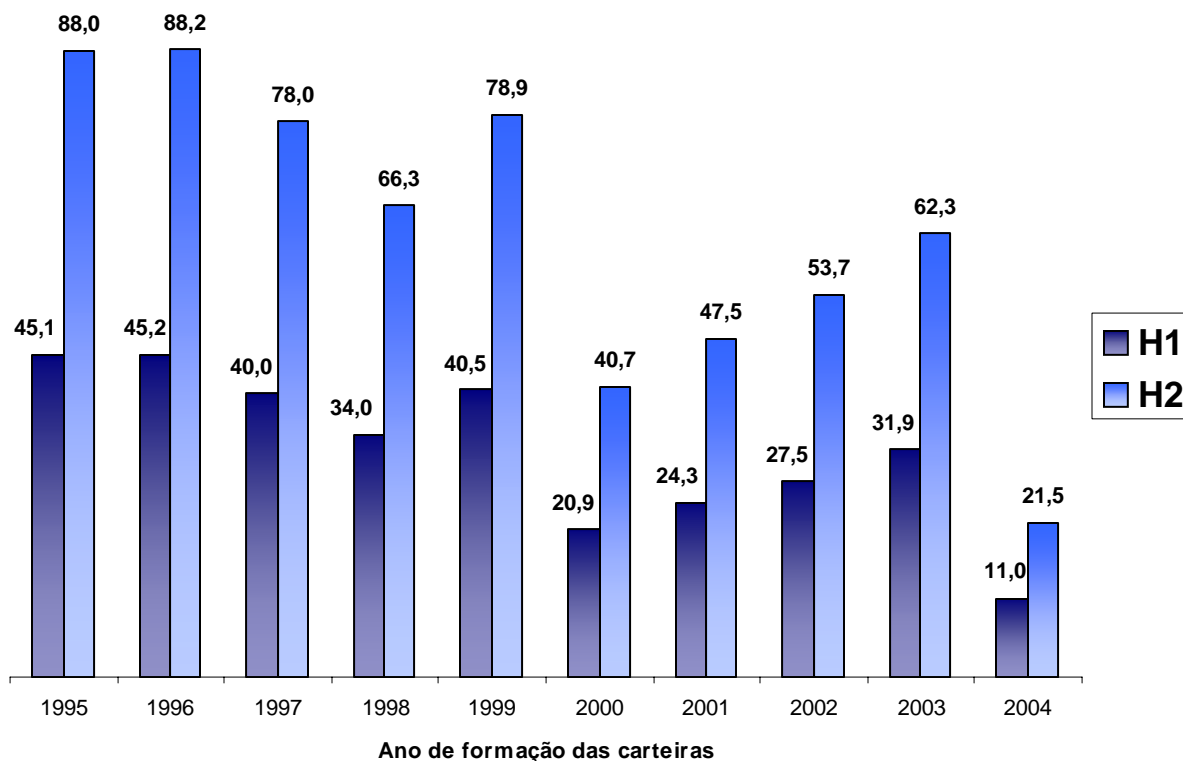
Considerando-se os parâmetros acima descritos, concluímos que a renúncia fiscal em 2006 oscilaria entre as seguintes faixas:

- a) R\$ 11 milhões: caso toda a oferta para pessoas físicas seja adquirida com recursos oriundos da venda de carteiras formadas em 2004 e caso não haja aumento das ofertas primárias com relação à média apresentada, com a manutenção da participação das pessoas físicas nos níveis atuais;
- b) R\$ 88 milhões: caso as ofertas para pessoas físicas sejam adquiridas apenas por investidores que vendam carteiras formadas em 1995 e ocorra um aumento de 30% no valor das ofertas primárias, além da elevação para 15% na participação de pessoas físicas em tais ofertas.

A seguir, apresentamos um gráfico e duas tabelas contendo as simulações de renúncia fiscal explicitadas acima e informações das ofertas primárias referentes ao período de janeiro/2004 a agosto/2005.

Os parâmetros utilizados podem ser alterados para valores mais realistas. Porém, o nosso objetivo na escolha dos parâmetros foi demonstrar que, mesmo num cenário hipotético com aumento significativo no volume de ofertas primárias e com a participação dos investidores individuais praticamente dobrando em relação ao período recente, a renúncia fiscal não atinge um valor significativo, comparativamente à oportunidade de participação mais efetiva de investidores individuais e à viabilidade de aumento das ofertas primárias que tal medida poderá proporcionar.

Estimativa de renúncia fiscal para 2006 tomando-se por base carteiras formadas entre 1995 e 2004



Metodologia:

1. Tomam-se parâmetros hipotéticos para calcular a oferta primária de ações destinada a pessoas físicas (ver parâmetros abaixo)
2. Considera-se que toda a oferta será adquirida por investidores com carteiras adquiridas entre 1995 e 2004;
H1: valor da colocação primária: R\$ 3.560,4 milhões e participação de pessoas físicas R\$ 356,0 milhões;
H2: valor da colocação primária R\$ 4.628,5 milhões e participação de pessoas físicas R\$ 694,3 milhões

Parâmetros das hipóteses

- H1: valor da oferta primária em 2006 = média 2004/ago2005 e participação do investidor pessoa física = 10%;
H2: valor da oferta primária em 2006 = crescimento de 30% em relação média 2004/ago2005; participação do investidor pessoa física = 15%

Ofertas Primárias em 2004 e 2005 (valores em R\$)				
Ano	Empresa	Natureza da Oferta	Volume da Oferta Primária	Volume Total da Oferta
2004	CCR	Primária	375.000.005	375.000.005
2004	Gol*	Mista	498.187.500	878.138.500
2004	ALL*	Mista	267.375.000	588.225.000
2004	Braskem	Mista	403.650.000	1.210.950.000
2004	CPFL Energia*	Mista	684.649.515	820.962.174
2004	DASA*	Mista	126.136.300	437.384.020
2004	Porto Seguro*	Mista	129.022.613	377.334.506
2004	Bradespar	Primária	1.044.546.272	1.044.546.272
2004	Suzano Petro	Mista	31.900.000	178.640.000
2005	Renar Maçãs*	Primária	16.000.000	16.000.000
2005	Submarino*	Mista	135.125.000	472.937.500
2005	Ultrapar	Mista	47.218.028	362.004.881
2005	Gol	Mista	271.330.482	593.703.600
2005	TAM	Mista	383.942.160	548.488.800
2005	Energias do Brasil*	Mista	1.170.132.696	1.184.702.724
2005	OHL Brasil*	Mista	135.000.000	495.999.990
2005	Cyrela**	Mista	511.500.000	799.500.000
TOTAL			6.230.715.571	10.384.517.972
* <i>aberturas de capital</i>				
** <i>dado preliminar</i>				
Média anual ofertas primárias (2004 e 2005)				3.560.408.897
Participação das ofertas primárias na oferta total				60,00%
Cenário hipotéticos de ofertas primárias para 2006				
H1: manutenção da média 2004/2005				3.560.408.897
H2: crescimento de 30% em relação 2004/2005				4.628.531.567
Participação Pessoas Físicas				
H1: participação de 10%				356.040.890
H2: participação em torno de 15%				694.279.735

Estimativa de renúncia fiscal para carteiras formadas nos seguintes anos (R\$ MIL)						
H1: hipótese para o valor das ofertas primárias em 2006:			R\$ 356.041			
H2: hipótese para o valor das ofertas primárias em 2006:			R\$ 694.280			
ANO DE FORMAÇÃO DA CARTEIRA	Valor das carteiras		Ganho de capital		Imposto estimado (renúncia fiscal)	
	H1	H2	H1	H2	H1	H2
1995	R\$ 55.239	R\$ 107.716	R\$ 300.802	R\$ 586.563	R\$ 45.120	R\$ 87.984
1996	R\$ 54.576	R\$ 106.424	R\$ 301.465	R\$ 587.856	R\$ 45.220	R\$ 88.178
1997	R\$ 89.341	R\$ 174.216	R\$ 266.699	R\$ 520.064	R\$ 40.005	R\$ 78.010
1998	R\$ 129.366	R\$ 252.265	R\$ 226.674	R\$ 442.015	R\$ 34.001	R\$ 66.302
1999	R\$ 86.158	R\$ 168.008	R\$ 269.883	R\$ 526.271	R\$ 40.482	R\$ 78.941
2000	R\$ 217.032	R\$ 423.213	R\$ 139.009	R\$ 271.067	R\$ 20.851	R\$ 40.660
2001	R\$ 193.810	R\$ 377.929	R\$ 162.231	R\$ 316.351	R\$ 24.335	R\$ 47.453
2002	R\$ 172.491	R\$ 336.357	R\$ 183.550	R\$ 357.923	R\$ 27.533	R\$ 53.688
2003	R\$ 143.167	R\$ 279.176	R\$ 212.874	R\$ 415.104	R\$ 31.931	R\$ 62.266
2004	R\$ 282.469	R\$ 550.815	R\$ 73.572	R\$ 143.465	R\$ 11.036	R\$ 21.520

ANEXO 2

PROPOSTAS DA ANDIMA

SUGER/SUTEC Nº 319/05

Rio de Janeiro, 20 de julho de 2005

Ilmo. Sr.
Jorge Antonio Deher Rachid
Secretário da Receita Federal

Ref.: Tributação dos rendimentos periódicos
em títulos e valores mobiliários de renda fixa

Prezado Senhor:

Conforme sugestão formulada em reunião realizada entre representantes da Secretaria da Receita Federal e da ANDIMA, em 15/6/2005, e tendo em vista dúvidas encaminhadas à Associação por instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional sobre a tributação de rendimentos periódicos, segue uma breve exposição da questão ora suscitada, para a qual solicitamos a sua apreciação.

Como é de seu conhecimento, o rendimento produzido por títulos ou valores mobiliários de renda fixa é tributado pelo Imposto de Renda, na fonte, por alíquotas decrescentes conforme o prazo da operação, como definido pelas Leis nº 8.981/95 e nº 11.033/04. A base de cálculo desse imposto é a diferença positiva entre o valor da alienação e o valor da aplicação financeira. Para fins do imposto, entende-se por alienação qualquer forma de transmissão da propriedade, bem como a liquidação, resgate, cessão ou repactuação do título ou aplicação. A tributação incide, portanto, em vendas e resgates de títulos da dívida pública emitidos pelo Tesouro Nacional, de CDB e de debêntures, entre outros ativos, tendo por base a diferença entre o preço de venda ou resgate do ativo e o preço de compra.

Ocorre que, além da correção por um determinado indicador ou taxa, os ativos de renda fixa podem prever o pagamento de rendimentos periódicos – também conhecidos como cupom de juros -, usualmente em periodicidade semestral ou anual. São exemplos de títulos que prevêem rendimentos periódicos as NTN-F (títulos prefixados com cupom de 10% ao ano, pago semestralmente) e as NTN-C (corrigidas pelo IGP-M acrescido de cupom, em geral, de 6% ao ano, também pago semestralmente), de emissão do Tesouro Nacional, e um grande número de debêntures em circulação.

Quanto à tributação, a legislação vigente prevê que os rendimentos periódicos produzidos por título ou aplicação, bem como qualquer remuneração adicional aos rendimentos prefixados, serão submetidos à incidência do Imposto de Renda na fonte por ocasião de seu pagamento ou crédito. Como não há referência à base de cálculo a ser utilizada, os rendimentos são tributados no momento de sua percepção pelo seu valor total. Tal fato vem criando uma desvantagem relativa para a negociação dos referidos papéis *vis-à-vis* os demais títulos de renda fixa, principalmente no período em torno ao pagamento de um cupom.

Considerando-se que o preço de aquisição de um título com cupom incorpora um valor adicional correspondente aos juros que o vendedor faria jus até o momento da venda, sugerimos que o comprador, ao receber o valor do rendimento periódico, deduza desse total, para fins da incidência do imposto, o referido adicional. Esse procedimento permitiria equiparar a regra utilizada no caso desses rendimentos periódicos à dos demais rendimentos auferidos no mercado de renda fixa.

Observe-se que a legislação dispõe, quanto aos rendimentos periódicos, o momento em que deve ocorrer a retenção do imposto, mas não há disposição legal específica sobre a base de cálculo a ser utilizada. Assim parece adequada, e poderia ser objeto de esclarecimento, a aplicação também nesse caso da regra geral disposta na legislação, que prevê a incidência do imposto sobre a diferença entre o valor recebido (no resgate ou venda) e aquele efetivamente pago (na compra), no caso de ativos ou aplicações de renda fixa. Ressalte-se que o cupom de juros pode ser considerado um ativo - com fluxo e curva próprios -, conjugado a um ativo principal, sendo inclusive admitidos em norma do Banco Central o desmembramento dos juros e a respectiva negociação em separado do principal.

Também no que se refere às alíquotas incidentes sobre os referidos rendimentos, a Instrução Normativa nº 487, de 30/12/04, esclareceu que se aplicam aquelas previstas no regime de alíquotas decrescentes tomando por base o prazo da operação – 22,5%; 20%; 17,5% e 15% - “conforme a data de início da aplicação ou de aquisição do título ou valor mobiliário”. Tal disposição novamente trouxe desvantagem relativa para as negociações dos ativos que prevêem o pagamento de juros periódicos, relativamente aos demais.

Note-se que a aquisição do ativo próxima à data do pagamento de cupom acarreta a aplicação de uma alíquota mais elevada sobre esse rendimento, independentemente do prazo a que o comprador se proponha a deter o título e do próprio prazo do título. Além de não premiar os ativos de prazo mais longo com essa característica, a medida inibiu ainda mais as negociações de mercado secundário desses títulos, já afetadas pela própria forma de incidência do imposto.

Nesse sentido, sugerimos que, a exemplo do tratamento dos fundos de investimento, os rendimentos periódicos sejam tributados à alíquota de 15% no momento de sua percepção, a título de antecipação do imposto. Na alienação ou resgate do ativo, seria observado o prazo da aplicação e efetuados os ajustes porventura necessários referentes à alíquota utilizada. Dessa forma, a avaliação do fluxo de rendimentos futuros do título não seria mais afetada, de forma diferenciada, pela tributação, e as negociações dos referidos ativos deixariam de ser relativamente mais onerosas do que as dos títulos que não têm a mesma característica.

As sugestões ora encaminhadas têm por objetivo evitar distorções que vêm prejudicando o crescimento e impactando a liquidez desse segmento. Cabe observar que a busca por diversificação e alongamento do perfil da dívida pública, bem como o fortalecimento de instrumentos de captação de recursos de emissores privados, como as debêntures, vêm

contribuindo para um aumento da participação de títulos que prevêm o pagamento de juros periódicos no universo de ativos de renda fixa. Há alguns anos, tais emissões eram mais raras e os ativos com esse perfil, por sua complexidade e sofisticação, eram majoritariamente negociados por instituições financeiras, ou faziam parte do portfólio de grandes empresas. Como as instituições integrantes do SFN não estão sujeitas ao regime de fonte, e as pessoas jurídicas estão aptas a compensar tal distorção na declaração de ajuste, não havia uma nítida percepção dos problemas relacionados à respectiva tributação.

Nos últimos anos, porém, o crescimento da parcela de ativos que pagam rendimentos periódicos foi concomitante ao aumento na participação de pessoas jurídicas não-financeiras e, principalmente, de pessoas físicas nos negócios desse segmento, estimulado por diversas iniciativas adotadas recentemente com o objetivo comum de pulverizar, incrementar o mercado secundário e a liquidez desses ativos. Um dos principais exemplos dessa estratégia é o Programa Tesouro Direto, que conta hoje com aproximadamente 41 mil participantes pessoas físicas detentoras de títulos do Tesouro Nacional e estoque próximo a R\$ 700 milhões.

Essa tendência provavelmente também explica um maior número de instituições ativas no segmento que vêm chamando a atenção para os problemas trazidos por essa sistemática de retenção do IR sobre os rendimentos periódicos. No caso de investimentos de pessoas físicas, em especial, o imposto é exclusivo de fonte, o que impede qualquer correção da distorção apontada na declaração de ajuste desse contribuinte. Além disso, as distorções têm impacto na liquidez dos mencionados ativos, na medida em que tornam desvantajosas múltiplas negociações do papel em determinados períodos, conforme o respectivo fluxo de rendimentos. A consideração de tais fatores muitas vezes prejudica ou, ainda, inviabiliza as negociações secundárias dos títulos, contribuindo para o baixo giro e capilaridade verificados no segmento.

Aguardando a apreciação da matéria, colocamos a ANDIMA à disposição para quaisquer esclarecimentos porventura necessários.

Atenciosamente,

Alfredo Neves Penteado de Moraes
Presidente

C/C: Joaquim Vieira Ferreira Levy - secretário do Tesouro Nacional
José Antônio Gagnani - secretário-adjunto do Tesouro Nacional

SUGER/SUTEC nº 513/04

Rio de Janeiro, 3 de novembro de 2004

Ilmo. Sr.
Antonio Palocci Filho
Ministro de Estado da Fazenda

Assunto: IOF sobre operações, até 30 dias, relativas a títulos ou valores mobiliários, quota de Fundo de Investimento ou de Clube de Investimento

Prezado Senhor:

Com a edição da Portaria nº 264, o Ministério da Fazenda instituiu, em 30 de junho de 1999, a incidência de IOF sobre os resgates de aplicações financeiras com prazo inferior a 30 dias. Posteriormente, o Decreto nº 4.494, de 3 de dezembro de 2002, ao consolidar a atual regulamentação do IOF, incorporou, em seu art. 33, a referida incidência. Cabe observar, no entanto, que, apesar do esforço fiscal empreendido pelo governo a partir de 1999, essa cobrança não tem como finalidade a arrecadação. Ao que tudo indica, sua principal função é a de atuar como instrumento de política monetária, ao inibir a realização de aplicações de curtíssimo prazo realizadas por pessoas físicas e pessoas jurídicas não financeiras, uma vez que as operações das carteiras dos fundos de investimento (inclusive os fundos exclusivos) e dos clubes de investimento estão sujeitas a alíquota zero.

Recentemente, com o objetivo de estimular o investimento e a poupança de longo prazo, o governo editou a Medida Provisória nº 206, que, entre outras disposições, estabeleceu alíquotas decrescentes do Imposto de Renda na fonte em função do prazo em que as aplicações financeiras são realizadas. Dessa forma, a partir de 1º de janeiro de 2005, a alíquota desse imposto será elevada de 20% para 22,5% para as aplicações com prazo de até seis meses. A partir desse prazo, a alíquota será de 20%, sendo reduzida até 15% para prazos superiores a 24 meses.

Assim, além do IOF, as aplicações de curto prazo também passarão a estar sujeitas, a partir do próximo ano, à alíquota mais elevada do Imposto de Renda na fonte. Embora a preocupação com o alongamento de prazos das aplicações financeiras refletida nessas medidas (tanto a incidência do IOF quanto a majoração da alíquota do Imposto de Renda na fonte) seja de extrema importância para a melhora das condições de gerenciamento da dívida pública, a existência de um mercado secundário para esses papéis, que seja líquido e ativo, é também condição necessária para atingir essa meta. Isto porque, ao adquirir títulos com vencimentos mais longos, além da tributação mais favorecida, os investidores e gestores de carteira tendem a levar em conta, também, as suas condições de liquidez, ou seja, a possibilidade de desfazer ou trocar de posição conforme suas necessidades ou condições de mercado. Assim, diante de restrições impostas pela tributação que interferem na livre negociação de títulos e valores mobiliários, os investidores tendem a descontar do preço desses ativos a ausência de liquidez, exigindo que seus emissores paguem prêmios (taxas de juros) mais elevados para que sejam aceitos.

Dessa forma, em face das novas medidas adotadas pela MP nº 206/04 para estimular o alongamento dos prazos das aplicações financeiras, a incidência do IOF nas operações de curto prazo ganha maior relevância como obstáculo ao fortalecimento do mercado secundário dos títulos e valores mobiliários, cujo prazo médio de vencimento se pretende dilatar, representando ônus adicional aos seus emissores - inclusive o próprio Tesouro Nacional -, na medida em que reduz a liquidez desses ativos.

Portanto, apoiamos iniciativa no sentido de que seja revogada a incidência de IOF nas aplicações com prazo de até 30 dias como forma de evitar ônus tributário excessivo sobre as operações de mercado secundário.

Neste sentido, cabe lembrar que um dos objetivos da criação da Conta Investimento (Lei nº 10.892/04), ao desonerar de CPMF o giro das aplicações financeiras, é de permitir que os investidores realizem uma melhor alocação de seus recursos, restaurando, ao menos em parte, a competitividade e estimulando o fortalecimento do mercado secundário de títulos e valores mobiliários. Raciocínio análogo pode ser estabelecido no caso do IOF em questão. Ao incidir sobre o resgate, cessão ou repactuação de títulos e valores mobiliários com alíquotas decrescentes nas operações com prazo de até 30 dias, esse imposto restringe, na prática, a movimentação das aplicações dentro deste prazo. Assim, a referida incidência do IOF interfere na dinâmica da gestão de carteiras, cujo *modus operandi* deve incluir a flexibilidade necessária ao atendimento, pelo gestor, dos princípios básicos de diversificação e da liquidez dos ativos.

Cabe lembrar que, apesar da criação da Conta Investimento, as aplicações financeiras de curto prazo continuam sujeitas à incidência de CPMF no ingresso dos recursos nesta conta e na sua utilização, através da conta corrente de depósitos à vista. Com a alíquota do Imposto de Renda na fonte aumentada de 20% para 22,5%, a partir de 1º de janeiro de 2005, as operações com prazo de até seis meses contam já com uma carga tributária bastante elevada, mesmo sem considerar a incidência do IOF em questão.

Assim como no caso da criação da Conta Investimento, a desoneração do IOF sobre o giro dos títulos e valores mobiliários também deverá favorecer uma alocação mais eficiente de recursos, ao conferir aos investidores nesses ativos o mesmo tratamento tributário dispensado aos investidores em fundos de investimento exclusivos. Além disso, embora o referido imposto não seja de cunho arrecadatório, tal medida não deverá implicar significativa perda de receitas para o governo, visto que sua incidência praticamente inviabiliza a ocorrência de resgates com prazo inferior a 30 dias, que constitui fato gerador do IOF em questão.

Dessa forma, nossa sugestão é que a revogação do IOF nas operações, até 30 dias, com títulos e valores mobiliários, faça parte do conjunto das medidas tributárias a vigorar a partir de 2005, de modo a retirar esse importante obstáculo ao fortalecimento do mercado secundário desses ativos, fundamental para a redução do custo de carregamento da dívida pública.

Agradecemos antecipadamente a atenção de V. Sa. e colocamos a ANDIMA à disposição para o que se fizer necessário.

Atenciosamente,
Edgar da Silva Ramos
Presidente
ANDIMA - Associação das Instituições do Mercado Financeiro

C/c Rodrigo Telles da Rocha Azevedo - Diretor de Política Monetária/BC e
Afonso Sant'Anna Bevilaqua - Diretor de Política Econômica/BC
Sérgio Darcy - Diretor de Normas/BC

ANEXO 3

PROPOSTA DA ABRASCA

INCIDÊNCIA DO PIS/COFINS NO RECEBIMENTO DE JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO

Até início de 2003, o PIS, à alíquota de 0,65%, e a COFINS, à alíquota de 3%, incidiam sobre todas as receitas das empresas, de forma cumulativa.

Em 2003, o PIS (pela Lei n.10.637 de 30/12/2002) e a COFINS (pela Lei n.10.833 de 29/12/2003) tiveram suas alíquotas elevadas, respectivamente, para 1,65% e 7,60%, sob a alegação de compensar a mudança da sistemática de cobrança que deixaria de ser cumulativa; ou seja, a base de cálculo deixaria de ser toda a receita para passar a ser um valor líquido (receitas menos despesas, inclusive financeiras).

Em abril de 2004, a Lei n. 10.865, de 30/04/2004, eliminou a dedução das despesas financeiras da base de cálculo do PIS/COFINS, retornando com a cumulatividade, cujo fim fora alegado para a elevação da alíquota.

A Abrasca manifestou-se pronta e energicamente contra a iniquidade da medida: despesas não dedutíveis e receitas tributadas a uma alíquota que havia sido fortemente majorada (de 3% para 7,60%) sob a alegação de eliminar a cumulatividade; foi pedida a volta do direito ao crédito das despesas financeiras.

Em julho de 2004, foi editado o Decreto n. 5.164, de 30/07/2004, que reduziu a zero as alíquotas do PIS e da COFINS incidentes sobre as receitas financeiras, com exceção das decorrentes de operações de *hedge* e das oriundas de juros sobre capital próprio. **A ONERAÇÃO DOS JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO CONSTITUI INEXPLICÁVEL RETROCESSO NO TRATAMENTO TRIBUTÁRIO DOS RECURSOS COM QUE OPERAM AS EMPRESAS BRASILEIRAS.**

Em primeiro lugar, em passado recente, após anos de debates para aprimorar a tributação do setor produtivo da economia, chegou-se à conclusão de que a tributação não deveria privilegiar o endividamento *vis-à-vis* os recursos aportados pelos próprios sócios ou acionistas das empresas. Assim, os juros sobre o capital próprio passaram a ser dedutíveis, à semelhança do que sempre ocorreu quanto aos juros decorrentes de empréstimos. Com o tratamento discriminatório introduzido pelo mencionado Decreto n.5.164/04, no entanto, volta-se a conceder aos juros decorrentes de empréstimos um tratamento mais favorecido do que os referentes ao capital próprio. Trata-se de injustificável passo para trás.

Em segundo lugar, na prática, os juros sobre capital próprio passarão a sofrer incidência de PIS e COFINS em cascata das companhias controladas para as controladoras. Tal fato levará à necessidade de reestruturação da organização de grupos

empresariais com o propósito de evitar essa tributação em cascata, gerando custos adicionais ao setor produtivo da economia.

Diante do exposto, e consoante a ausência de justificativas para a exceção prevista no supramencionado Decreto n. 5.164/04, postula a Abrasca que as receitas financeiras oriundas de juros sobre capital próprio sejam excluídas do parágrafo único do art. 1º do referido decreto, a fim de que elas tenham o mesmo tratamento das demais receitas financeiras.

ANEXO 4

PROPOSTA DA ABVCAP



São Paulo, NN de outubro de 2005.

Dr. Murilo Portugal Filho
MD Secretário Executivo do Ministério da Fazenda.
Em mãos.

Prezado Dr. Murilo,

Vimos pela presente apresentar para sua ciência e possível contribuição, o cenário tributário dos fundos de investimento de longo prazo no Brasil –conhecidos como “*Venture Capital e Private Equity*” e regidos no país pelas instruções CVM 209 e 391 (respectivamente fundos de empresas emergentes e fundos de participações).

No nosso entendimento, corroborado por vários especialistas na área, a plataforma de tributação vigente não leva em consideração a natureza destes fundos, possivelmente por ter sido desenvolvida no momento em que os mesmos tinham estágio e perspectivas ainda incipientes em nosso país.

No entanto, com a institucionalização crescente do nosso mercado e as perspectivas positivas de atração de investidores estrangeiros de longo prazo, entendemos como essencial e oportuna a correção da omissão na legislação tributária atual, e conseqüente adequação no tratamento tributário aos rendimentos dos investidores de *venture capital e private equity*.

Anexamos um breve resumo sobre a situação atual e uma indicação de nossa expectativa de incidência tributária sobre as operações do nosso setor.

Permanecemos à sua disposição para desenvolver esse tema em maior detalhe e ressaltamos a importância desse setor para o setor real da economia brasileira.

Atenciosamente,

Álvaro Gonçalves
Presidente

Thomas Tosta de Sá
Presidente do Conselho Consultivo



Anexo 1 – Quadro resumo da tributação

Tributação incidente sobre	Brasileiro (PJ não financeira)		Brasileiro (PF)	Investidor estrangeiro – regime especial (4)
	IRPJ/CSLL(1)	IRF(2)	IRF (3)	IRF
Ganho de capital na alienação de ações de empresa fechada	34%	NA	15%	não acessível ao regime especial
Ganho de capital na alienação de ações em bolsa	34%	15%	15%	0%
Rendimento de fundos de ações	34%	15%	15%	10%
Rendimento de fundos de vc/pe (5)	34%	22.5% (até 6 meses) até 15% (mais de 24 meses)	22.5% (até 6 meses) até 15% (mais de 24 meses)	fundos fechados não acessíveis ao regime especial
Rendimento de fundos de renda fixa	34%	22.5% (até 6 meses) até 15% (mais de 24 meses)	22.5% (até 6 meses) até 15% (mais de 24 meses)	15%

(1) IRPJ/CSLL: os ganhos e rendimentos em operações financeiras devem ser incluídos nas bases de cálculo de IRPJ (alíquota de 15% mais adicional de 10% sobre a parcela do lucro que superar R\$ 240.000 anuais) e CSLL (9%). As perdas nas operações de renda variável só podem ser compensadas até o limite dos ganhos; a parcela de perdas excedentes dentro de um exercício só poderá ser compensada, em exercícios futuros, com rendimentos de mesma natureza.

(2) Alíquota aplicável a pessoas jurídicas não financeiras. O IRF representa antecipação do IRPJ que deve ser pago ao final de cada exercício.

(3) Tributação exclusiva e definitiva. Alíquotas aplicáveis também a investidores estrangeiros não incluídos em regime especial, com a ressalva de que, caso estejam localizados em paraíso fiscal, seus ganhos de capital na alienação de ações não negociadas em bolsa estarão sujeitos à alíquota de 25%.

(4) Investidores estrangeiros não residentes em paraísos fiscais e que apresentem investimentos realizados nos termos da Resolução CMN 2.689/00.

(5) Esses fundos são excluídos do conceito fiscal atual de fundos de ações, o qual prevê a diferenciação de alíquotas em renda variável apenas quando as carteiras tiverem o mínimo de 67% de ações negociadas em bolsa, tendo como consequência a tributação de *venture capital/private equity* com o mesmo critério de renda fixa.

Nota final – a Instrução CVM 391/2003, que instituiu os Fundos de Participação (private equity) encerrando a fase de utilização das instruções de fundos de ações para este fim, é portanto mais recente, e obviamente não está prevista expressamente nas definições da Resolução 2689 (investimento estrangeiro).



Anexo 2 –

Tópicos indicativos para adequação do tratamento tributário para os fundos de VC/PE

- 1) Texto da instrução normativa atual não menciona os fundos 209 e 391 sendo que, por exclusão, os mesmos são tributados como se fossem fundos de renda fixa.
- 2) Os prazos previstos para a legislação de renda variável são inferiores aos normalmente praticados no setor de VC/PE.
- 3) Cortes em períodos de até 30 meses, de 30 a 60 e superior a 60 meses para realização seriam mais indicados, dado que os fundos de VC/PE são fechados, sem resgate intermediário e tem horizonte de realização normalmente entre 3 e 8 anos.
- 4) Sugestão:

Fundos / Períodos de apuração dos ganhos em meses	Até 36 m	36m a 60m	60m a 84m	>84m
209 (empresas menores / inovação)	10.0%	5.0%	Isento	Isento
391 (empresas maiores / consolidação)	15.0%	10.0 %	5%	Isento

Hipótese a considerar: isenção completa aos investidores estrangeiros nestes fundos.

Nota: os períodos indicados de apuração dos ganhos são definidos entre a subscrição de quotas e a efetiva amortização das mesmas.

- 5) Justificativa para alíquotas diferenciadas em relação a renda variável

5.1 - Ausência de resgate intermediário (o investidor fica preso ao fundo até a efetiva liquidação)

5.2 – Os fundos investem preferencialmente em empresas de capital fechado, o que é muito positivo para a economia e induz na expansão dessas empresas uma ampliação da base de aferição de impostos.

5.3 – A natureza da aplicação desses recursos nas empresas complementa a cadeia do mercado de capitais, representando em todas as economias modernas o elo eficaz entre o mercado e a economia real – preparando a médio prazo as empresas para a maturidade societária e competitiva, portanto induzindo a ampliação da base de empresas abertas em bolsa.

5.4 – O capital estrangeiro potencialmente atraído para esse setor apresenta natureza virtuosa e de altíssima qualidade para o país, com baixa volatilidade pela impossibilidade de resgate intermediário – o que tem sido incentivado nas principais economias.

Nota adicional: China e Índia estão agressivamente desenvolvendo programas de incentivo ao capital estrangeiro em VC/PE, além de apoiarem esforços de captação de recursos junto aos pólos mundiais de gestão de ativos globais (NY, Londres, Zurique, etc).