



Finanças Empresariais e Impostos

Evidências e questões para
investigação

José Azevedo Pereira

“Morte, impostos e nascimento de crianças! Nunca existem momentos adequados para qualquer deles.”

Margareth Mitchell, *“E Tudo o Vento Levou”*

“A evasão fiscal é o único desafio intelectual que ainda proporciona alguma recompensa.”

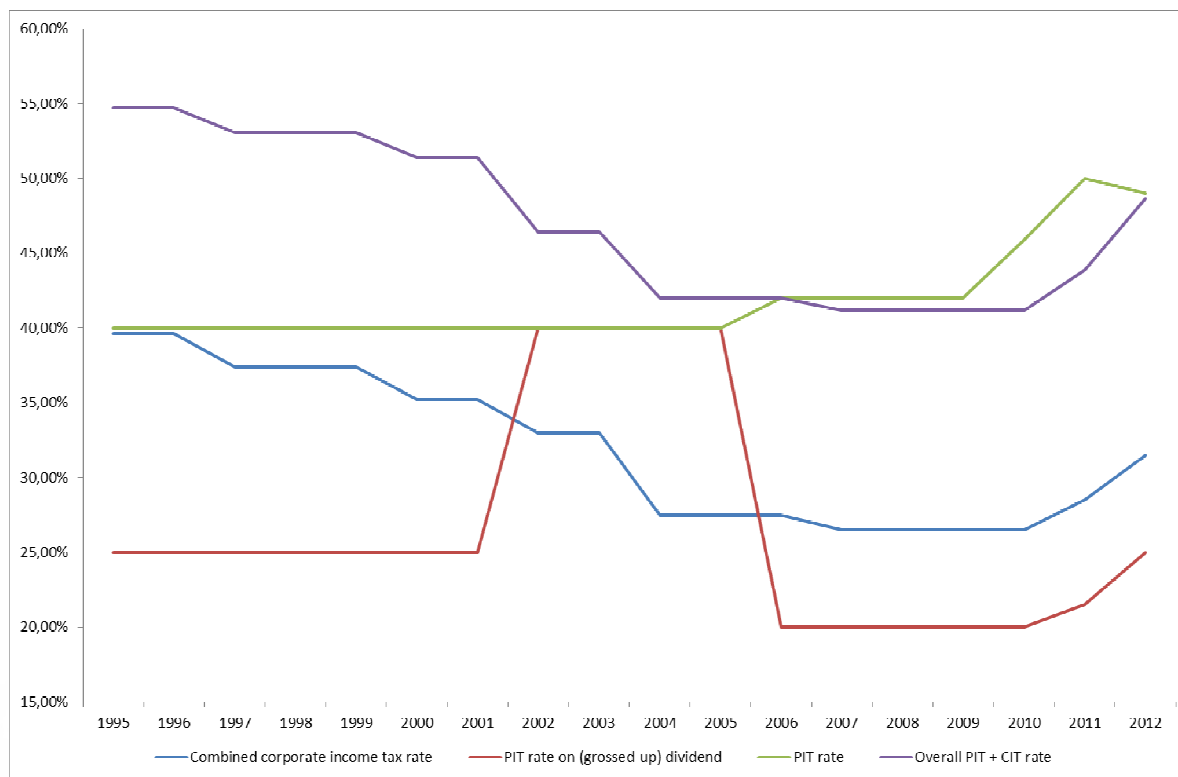
John Maynard Keynes

Finanças Empresariais e Impostos

Índice:

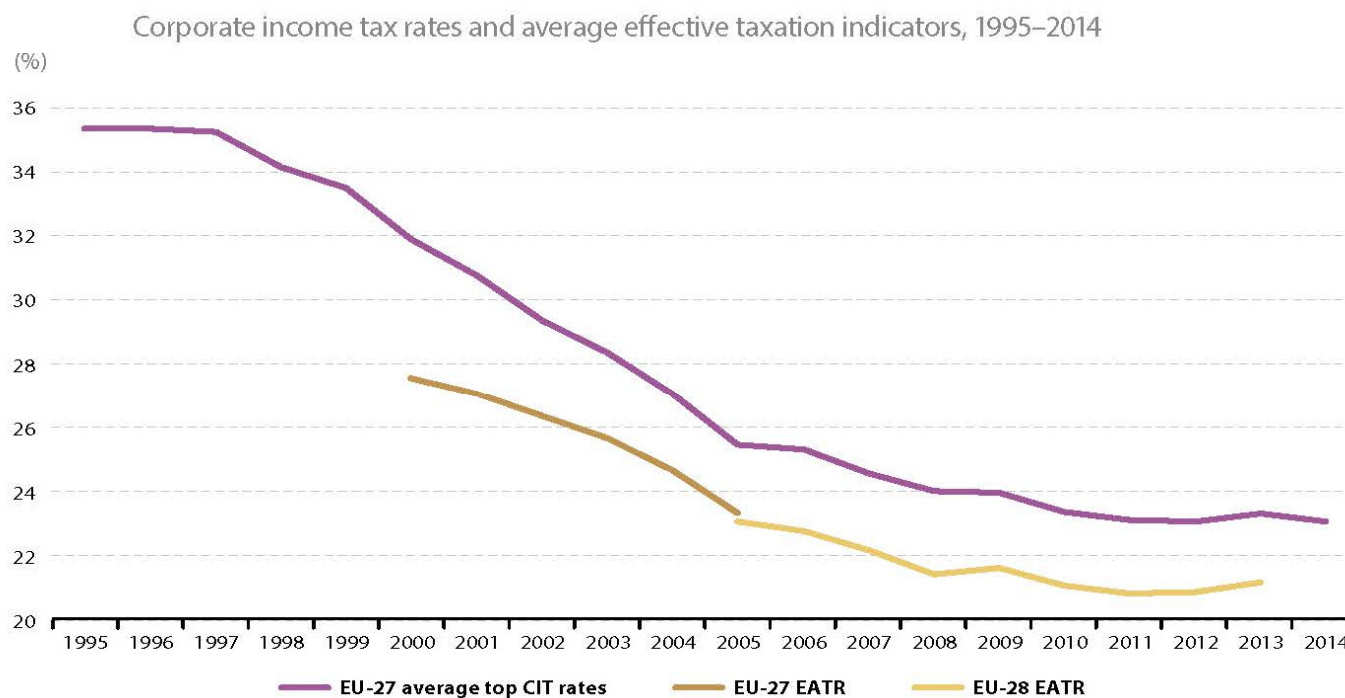
1. Introdução e motivação do tema
 2. Estrutura de financiamento e impostos
 3. Reestruturação empresarial, LBO's e estrutura organizativa
 4. Políticas de distribuição de resultados e impostos
 5. Políticas de remuneração e impostos
 6. Gestão de risco e gestão de resultados
 7. Planeamento fiscal
- Conclusões

Taxas estatutárias em Portugal (IRC, IRS, IRS s/Div, IRC+IRS s/Div)



Fonte: Estatísticas OCDE, 2014

Evolução das taxas médias estatutárias e das taxas médias efetivas de IRC (EU)



Source: DG Taxation and Customs Union

Os impostos afetam significativamente as decisões empresariais

Exemplos de alterações legislativas levadas a cabo (só nos últimos 10 anos):

Países da OCDE, em termos gerais:

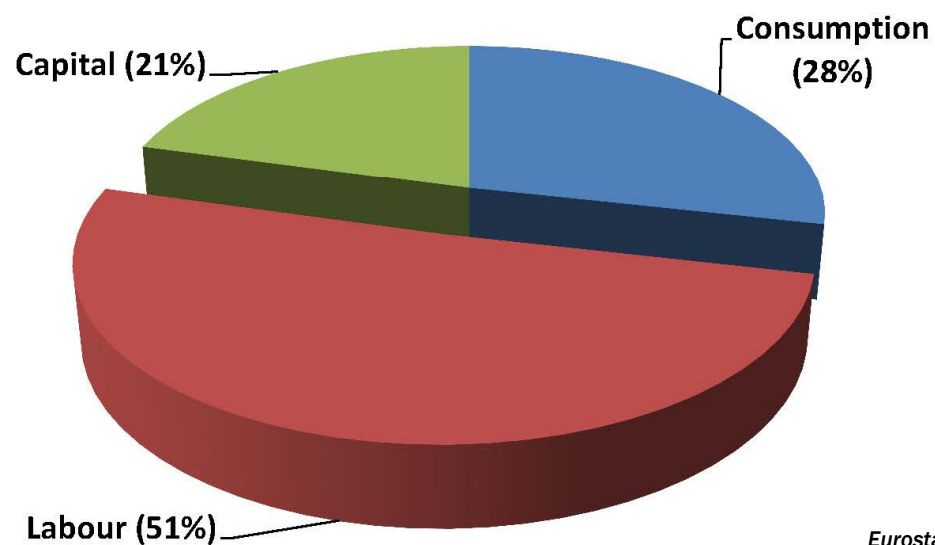
- Reduções das taxa de IRC;
- Incremento dos períodos de aceitação de reporte de prejuízos;
- Taxas de amortização aceleradas;
- Créditos fiscais por investimento em I&D.

Portugal:

- Redução de taxas de IRC (36,5%; 36%; 25%; 23%; 21%);
- Tendência de incremento dos períodos de aceitação de reporte de prejuízos (4, 5, 6, 5, 12 anos);
- Benefícios fiscais ao investimento de natureza contratual;
- SIFIDE, SIFIDE II;
- RFAI, CFEI;
- DLRR, ...

Labour taxes are the largest source of tax revenue

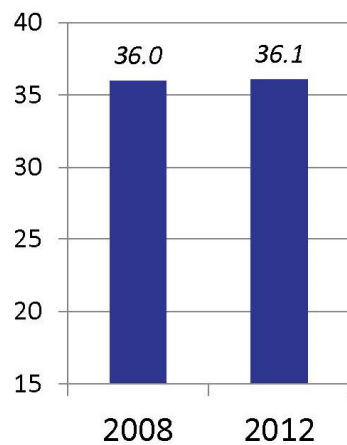
Tax revenue by economic function - EU-28, 2012



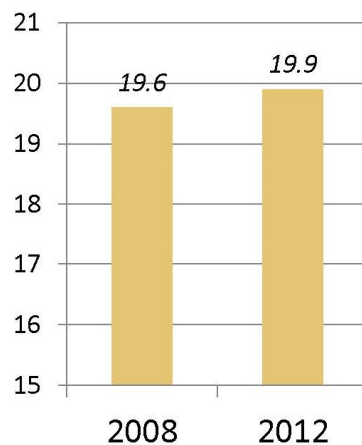
Eurostat, 2014

Shifting taxes away from labour?

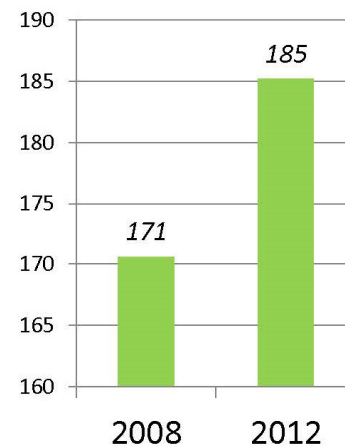
ITR on Labour
+0.3%



ITR on Consumption +1.5%



Tax revenue per unit of energy
used
+8.6%



Eurostat, 2014

Em que medida as escolhas e decisões empresariais são afetadas pelos impostos

1. Estrutura de financiamento e impostos

Modigliani e Miller (M&M), 1958, 1961:

- Irrelevância das decisões de financiamento em “mercados perfeitos”:
 - Ausência de impostos;
 - Ausência de custos de transação;
 - Ausência de custos de falência e pressão financeira;
 - Ausência de entropias induzidas pela existência de conflitos de interesses entre os diferentes *stakeholders*;
 - Ausência de diferenças significativas na natureza da informação disponível para insiders/para os mercados de capitais.
- Abordagem centrada em temas de finanças empresariais;
- Não uma abordagem de centrada na investigação em contabilidade e impostos ou em questões éticas relacionadas com tributação.

O contributo pioneiro de Modigliani e Miller

MM (num universo de mercados perfeitos):

A política financeira e as decisões relativas à estrutura de financiamento não adicionam valor;

O valor das empresas é ditado pelos seus *cash flows* operacionais.

Uma vez tidas em consideração as imperfeições que existem na vida real, a política de financiamento pode afetar o valor das empresas.

Discussão teórica faz-se em torno:

Medida em que as leis e regulamentos e outras imperfeições afetam, tanto os custos como os proveitos

2. Estrutura de financiamento e impostos (i)

Vantagem fiscal líquida de 1€ de pagamento de juros relativamente a 1 € de pagamento de dividendos:

$$[(1-\tau_P)-(1-\tau_C)(1-\tau_E)]$$

Ganho líquido para uma empresa que possua um volume de dívida, D e suporte uma taxa de cupão r_D :

$$[(1-\tau_P)-(1-\tau_C)(1-\tau_E)] r_D D$$

Valor de uma empresa com dívida:

$$\text{Valor}_{\text{com dívida}} = \text{Valor}_{\text{sem dívida}} + [\tau_C r_D D] / r_D = \text{Valor}_{\text{sem dívida}} + [\tau_C D]$$

- Solução extrema e sem aderência à realidade:
 - O valor das empresas aumenta linearmente com D ;
 - Empresas deveriam financiar-se com 100% de dívida.

2. Estrutura de financiamento e impostos (ii)

Modelos orientados no sentido de relaxar os pressupostos extremos de MM (1958, 1961):

- Consideração do custos de falência (ou de forma mais abrangente, custos de pressão financeira): Kraus e Litzenberger (1973), Scott(1976).
- A solução dos custos de falência tem sido sistematicamente entendida como incapaz de, por si só, de anular os efeitos induzidos pelo benefício fiscal gerado pela dívida;
- Adição de custos não relacionados com pressão financeira que pudessem ser alvo de *tradeoff* com os benefícios de origem fiscal:
 - Custos de agência do capital próprio e *deadweight costs* associados à alavancagem (Jensen e Meckling, 1976);
 - Custos de subinvestimento (Myers, 1977)
- Miller (1977), num modelo mais abrangente, considera que a incorporação de impostos pessoais pode eliminar a implicação de financiamento a 100% com capital alheio, sem necessidade de custos de agência ou pressão financeira – em equilíbrio, os custos marginais de capital alheio e capital próprio, líquidos de impostos pessoais, deveriam ser iguais.
- DeAngelo e Masulis (1980) ampliam o âmbito do argumento de Miller(1977) focando-se no benefício fiscal marginal da dívida: existem escudos fiscais de natureza não fiscal (NDTS), que tendem a reduzir o seu nível marginal.

2. Estrutura de financiamento e impostos (iii)

Considerações teóricas:

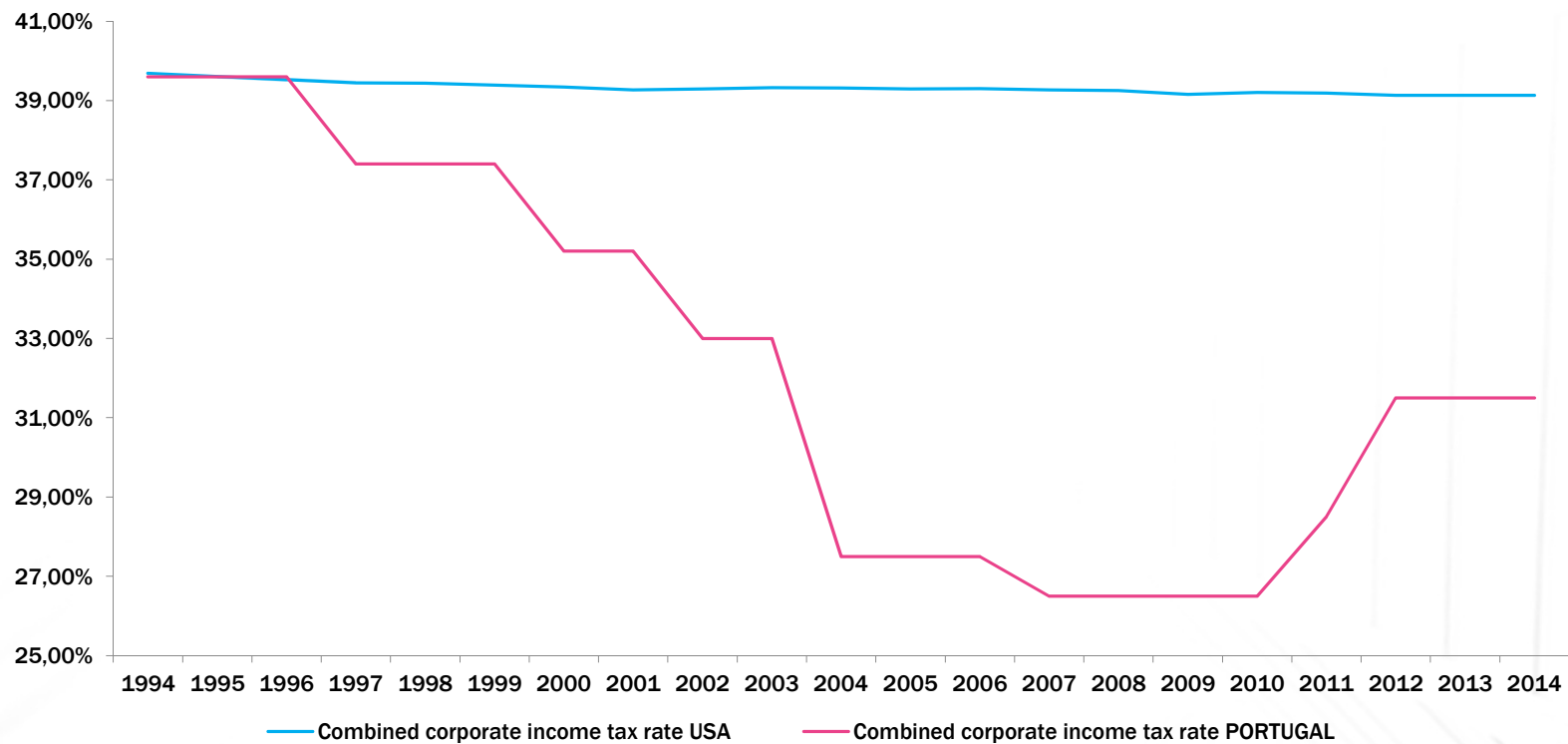
- O valor de mercado de uma empresa que pague impostos, tende a crescer com a utilização de capital alheio, dada a existência de um benefício fiscal (até ao ponto no qual o custo marginal da dívida iguale o seu proveito marginal)

Evidência empírica:

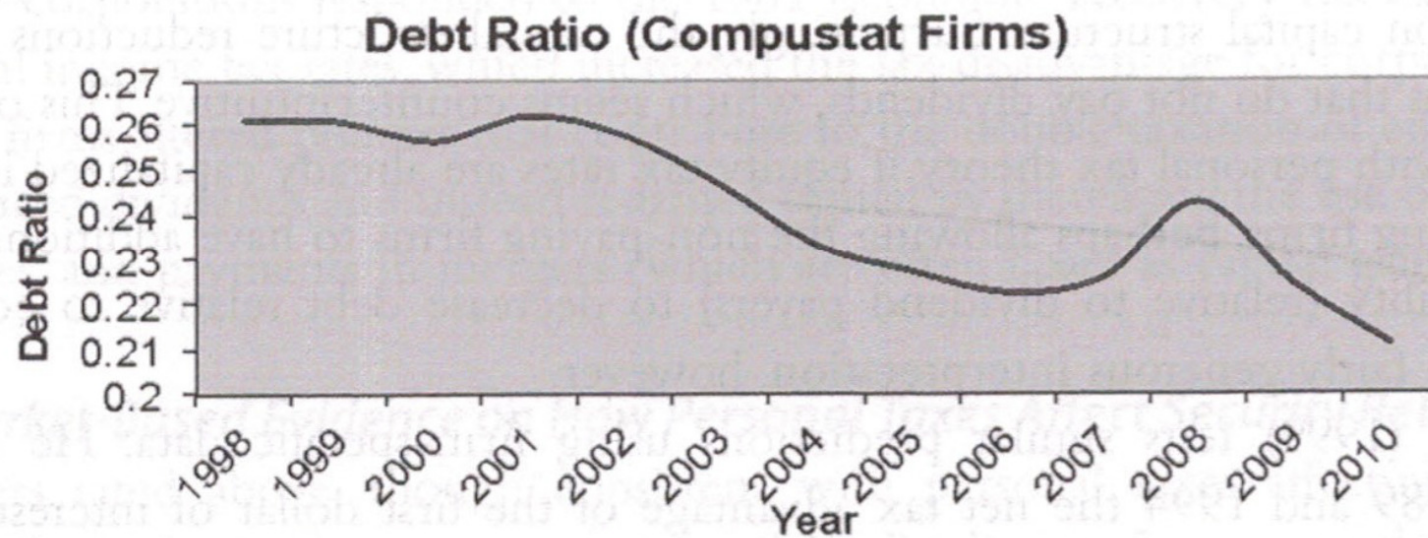
- Masulis (1980), Masulis (1983); Fama e French (1998); Graham (2000), Graham (2001):
 - Um número significativo de trabalhos encontrou evidência empírica consistente com a hipótese de que os benefícios fiscais criados pela dívida são incorporados (adicionados) no valor das empresas que a utilizam;
 - Permanecem algumas explicações de natureza não fiscal e algumas questões econométricas.
 - **Investigação adicional necessária:**
 - Trabalhos nos quais os efeitos fiscais sejam claramente isolados de efeitos informativos ou outros, de modo a gerar interpretações desprovidas de ambiguidade;
 - Trabalhos de análise *cross-section* que investiguem o valor de mercado dos benefícios fiscais associados à utilização de dívida, de modo a clarificar as questões associadas ao pouco trabalho existente neste domínio;
 - Porque é que algumas empresas não utilizam mais dívida ou não utilizam dívida, de todo?
 - Em Portugal, o que é que pode justificar níveis de endividamento claramente acima do que seria possível prever, mediante a aplicação da teoria.



Taxas estatutárias de IRC em Portugal e nos USA (1994-2014)

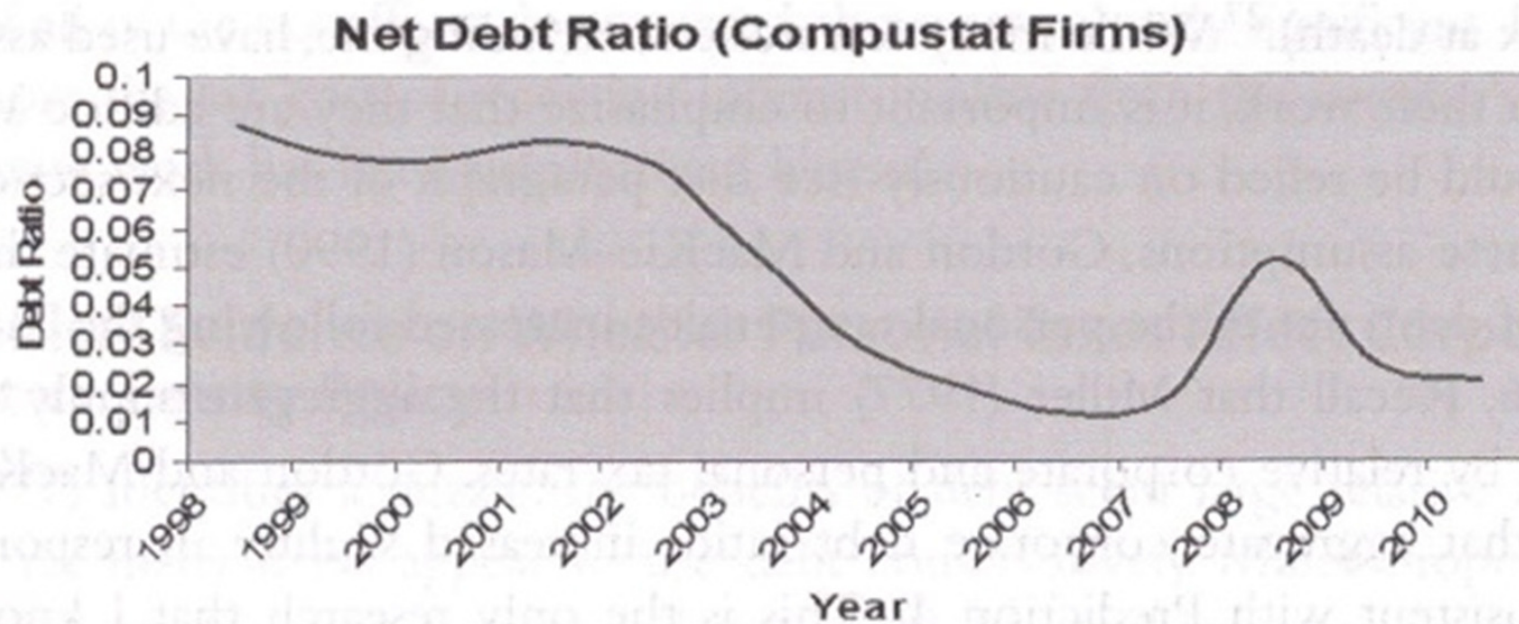


Rácio de Endividamento USA (1998-2010)



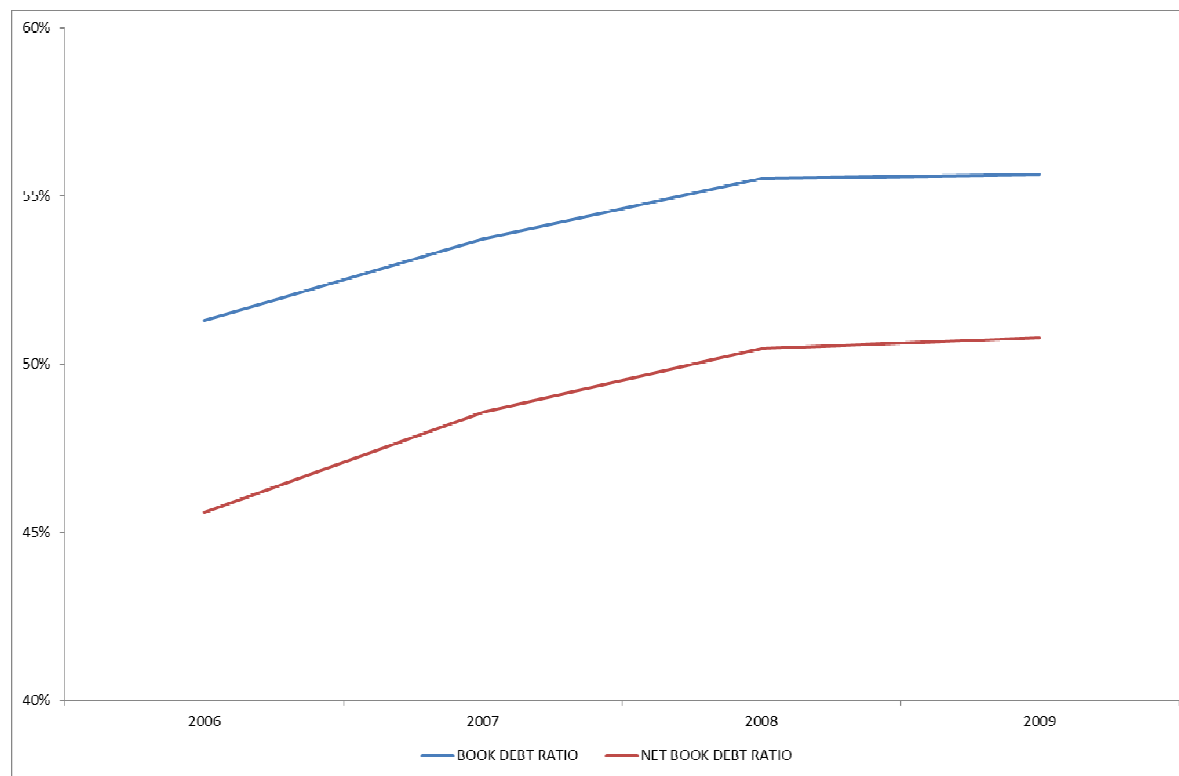
Fonte: Graham, 2013

Rácio de Endividamento Líquido USA (1998-2010)



Fonte: Graham, 2013

Rácios de Endividamento em Portugal (2006-2009)



Fonte: AT, dados da IES

2. Estrutura de financiamento e impostos (iii)

Considerações teóricas:

- O incentivo fiscal para que as empresas se financiem com dívida é tanto maior quanto mais elevada for a sua taxa marginal de IRC;
- Os “escudos fiscais” não relacionados com dívida, bem como as deduções de juros pagos em razão da dívida já existente, reduzem o incentivo fiscal para a utilização de dívida adicional.

Evidência empírica:

- Bradley, Jarrell e Kim (1984), McKie-Mason (1990); Faccio e Xu (2011); Plesko (2003); Graham (1996, 1999); Graham, Lemmon e Schallheim (1998); Graham e Mills (2008); Givoly et al. (1992):
 - A utilização de capital alheio pelas empresas é positivamente afetada pelas taxas de imposto;
 - É especialmente importante para grandes empresas.
- Myers (1984, 1993, 1998);
 - Incentivos fiscais proporcionam apenas incentivos de terceira ordem
- **Questões de investigação por resolver:**
 - Evidência empírica baseada na utilização de séries temporais que aponte no sentido de que alterações no estatuto fiscal de empresas em particular, afetam a sua política de financiamento.
 - Grande parte dos trabalhos que utilizam dados de painel não utilizam técnicas estatísticas que tomem em consideração a correlação cruzada de resíduos;
 - A maioria dos trabalhos ignoram os custos fiscais associados ao recebimento de juros pelos investidores.

2. Estrutura de financiamento e impostos (iv)

Considerações teóricas:

- Elevadas taxas de tributação pessoal sobre os juros (relativamente às taxas suportadas relativamente ao rendimento proporcionado por aplicações em capital próprio) criam um desincentivo a que as empresas utilizem capital alheio;
- A oferta agregada de capital alheio é afetada pelo valor relativo das taxas de IRS e IRC

Evidência empírica:

- Gordon e MacKie-Mason (1990); Graham (1999); Poterba (1999); Harris e Kemsley (1999); Collins e Kemsley (2000):
 - O estatuto fiscal do investidor marginal e consequentemente a dimensão da penalidade fiscal individual continua a ser uma questão empírica em aberto.
- **É crítico melhorar a qualidade do conhecimento que possuímos em relação os custos fiscais associados ao recebimento de juro por parte do investidor.**

3. Reestruturação empresarial, LBO's e estrutura organizativa (i)

Na ausência de imperfeições no mercado de capitais, a estrutura organizacional e as reestruturações são irrelevantes para o valor de uma empresa

..., contudo, imperfeições nos enquadramentos fiscal, jurídico-legal e informacional criam situações em que a solução organizacional adotada pode ser relevante



3. Reestruturação empresarial, LBO's e estrutura organizativa (ii)

Considerações teóricas:

- O incentivo fiscal para levar a cabo LBO's cresce com a taxa marginal de IRC esperada para a empresa, no período posterior à operação, $\tau_c(\cdot)$;
- O incentivo fiscal para optar por uma sociedade com um estatuto fiscal "normal", ao invés de uma empresa sujeita ao regime de transparência fiscal, aumenta com a diferença $[(1-\tau_p)-(1-\tau_c)(1-\tau_E)]$;

Evidência empírica:

- Hotchkiss et al. (2011): impacto fiscal das deduções de juros encontra-se na origem de cerca de 1/3 dos lucros obtidos por empresas de *private equity* em LBO's
- Kaplan (1989): poupanças fiscais criam valor substancial em LBO's;
- Apesar disto, não existe evidência de que empresas com capacidade de endividamento não utilizada são mais susceptíveis de ser alvo de LBO's.
- Ayers, Cloyd e Robinson (1996), Erickson e Wang (2002), Hodder e McAnally (2001):
 - Escolhas de forma jurídica das pequenas entidades são efetuadas, fundamentalmente, com base em considerações de natureza fiscal;
 - Poucos trabalhos sobre empresas de pequena dimensão, necessidade de muita investigação adicional.

3. Reestruturação empresarial, LBO's e estrutura organizativa (iii)

Considerações teóricas:

- Existe um incentivo fiscal para que empresas sujeitas a elevadas taxas marginais de IRC alienem ativos:
 - Através de *spin-offs*, sempre que o desinvestimento conduza a um ganho de capital;
 - Através de operações de venda, sempre que o desinvestimento conduza a uma perda.

Evidência empírica:

- Scholes e Wolfson (1990): evolução das M&A (USA) nos anos 80, encontra-se alinhada com a evolução da legislação em termos de incentivos fiscais;
- Alford e Berger (1998), Erikson (1998): estrutura dos negócios de alienação é afetada por considerações de natureza fiscal;
- Erikson e Wang (2000): preço das operações é afectado por considerações fiscais

- Contrariamente, ao previsto na hipótese nula de MM para mercados perfeitos, aspetos de natureza fiscal assumem um papel relevante, tanto na estruturação como no preço da venda de ativos.

3. Reestruturação empresarial, LBO's e estrutura organizativa (iii)

Considerações teóricas:

- Empresas sujeitas a regimes especiais de baixa tributação em IRC (ex, empresas de I&D, nos USA) devem formar parcerias de investigação com investidores sujeitos a elevadas taxas marginais de imposto

Evidência empírica:

- Shevlin (1987); Berger (1993); Betty, Berger e Maglio (1995):
 - Aspectos de natureza fiscal assumem um papel relevante, tanto na estruturação, como no preço, das atividades de I&D.
- **Investigação adicional necessária:**
 - Estudo da migração de empresas sujeitas a regime de transparência fiscal para regimes normais encontra-se na sua infância;
 - A existência de uma sucessão de regimes diversos cria claras oportunidades de estudo dos impactos induzidos pelas alterações em causa.

4. Políticas de distribuição de resultados e impostos (i)

Num universo sem fricções onde os mercados de capitais funcionem na perfeição, a política de dividendos é irrelevante

..., contudo, imperfeições no funcionamento dos mercados criam um enquadramento no qual a política de distribuição de resultados afecta o valor das empresas



4. Políticas de distribuição de resultados e impostos (ii)

Hipótese(s) nula(s):

O valor das empresas não é afetado pela política de distribuição;

Os impostos não afetam a política de distribuição.

... pode existir um incentivo fiscal à distribuição de resultados sob a forma de recompra de ações, ao invés de distribuição de dividendos, caso os dividendos sejam tributados a taxas marginais mais elevadas, para o investidor marginal.

... se os dividendos forem tributados a taxas superiores às recompras de ações, pode existir uma valorização negativa dos dividendos (relativamente às recompras de ações)



4. Políticas de distribuição de resultados e impostos (iii)

Considerações teóricas:

- Taxas de tributação relativamente elevadas sobre dividendos implicam a existência de uma relação negativa do valor da empresa com:
 - A parcela de resultados distribuída sob a forma de dividendos;
 - Tributação dos dividendos comparada com a tributação dos ganhos de capital.
- As empresas tendem a distribuir mais (resultados), sempre que os impostos incidentes sobre estes rendimentos, ao nível pessoal, caiam.

Evidência empírica:

- Black e Scholes (1974), Kalay e Michaely (2000):
 - O valor das empresas não está relacionado com a sua política de dividendos.
- Moser (2005), Chetty e Saez (2006), Julio e Ikenberry (2004), Bloin et al. (2004), ... :
 - Evidência estatística conforme com previsão teórica.
- **Linha de investigação que é necessário desenvolver:**
 - **É fundamental aprofundar o conhecimento das características dos investidores marginais – que definem os preços dos diferentes tipos de títulos.**

5. Impostos e política remuneratória (i)

- Na ausência de imperfeições no mercado de capitais, a política remuneratória é impassível de afetar o valor de uma empresa
- Investigação tem-se centrado:
 - Na aferição da medida em que custos de agência e assimetrias de informação podem criar um fosso entre os objetivos dos empregados e a riqueza dos accionistas;
 - Na identificação de moldes em que a política remuneratória pode melhorar a situação;
 - No estudo dos moldes em que a legislação fiscal afeta a escolha relativa ao momento e à forma de pagar aos empregados (Scholes et al, 2002).



5. Impostos e política remuneratória (ii)

Considerações teóricas:

- Preferência fiscal pelo pagamento de salários em detrimento de opções, aumenta com o incremento da taxa de IRC – salários são deduzidos imediatamente e gastos com opções são diferidos;
- Quando as empresas são tributadas a taxas mais elevadas do que os empregados, opções não qualificadas são preferíveis a *stock options* de incentivo, uma vez que reduzem a tributação de todas as partes envolvidas;
- Deduções induzidas pelas *stock options* concedidas aos empregados, funcionam com como escudos fiscais alternativos à utilização de dívida

Evidência empírica:

- Core e Guay (2001): empresas c/ elevadas taxas de IRC atribuem poucas opções, ao contrário do que acontece com empresas com reduzidas taxas de IRC
- Consistente (Katuscak, 2009; Austin et al, 1998; Hall e Lieberman, 2001)
- Resultados modestos (Hanlon e Shevlin, 2002; Graham et al, 2004)
- **Linha de investigação que é necessário desenvolver:**
 - Evidência empírica aponta no sentido de que gestores tendem a afastar-se do financiamento com dívida sempre que as suas empresas possuem deduções proporcionadas por opções. Outros NDTs – ex, créditos fiscais por I&D – desempenham um papel idêntico?)



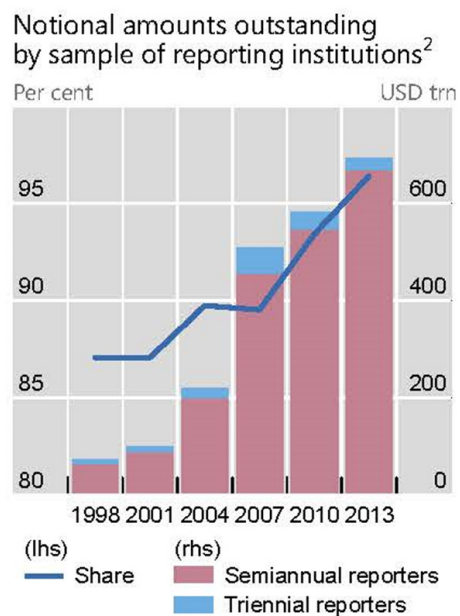
6. Impostos, gestão de risco e gestão de resultados (i)

- Com mercados de capitais perfeitos, as vantagens induzidas pela utilização de soluções de cobertura de risco seriam nulas:
 - Investidores obteriam o mesmo resultado utilizando, por si próprios, mecanismos de *hedging*.

- Hipótese nula: o *hedging* empresarial não acrescenta valor

6. Impostos, gestão de risco e gestão de resultados (ii)

Contudo,



Source: Bank of International Settlements, 2014

... a utilização de OTC swaps, para presumivelmente cobrir riscos, aumentou dramaticamente ao longo dos últimos 15 anos.

6. Impostos, gestão de risco e gestão de resultados (iv)

Implicações teóricas:

- Incentivos ao *hedging*:
 - A tributação dos lucros ocorre imediatamente após a sua verificação; em contrapartida, os “benefícios”, em caso de registo de prejuízos, são diferidos;
 - Incremento da capacidade de endividamento;
- Existência de um incentivo fiscal no sentido de diferir o reconhecimento de resultados fiscalmente relevantes.

Evidência empírica:

- Fraca:
 - Nance, Smith e Robinson, 1993; Tufano, 1996; Graham e Rogers, 2001.
- Mais forte, mas uma consideração de segunda ordem:
 - Graham e Rogers, 2001.



$$\frac{d^2 x}{dt^2} = f\left(x, \frac{dx}{dt}\right)$$

- Incentivos fiscais ao diferimento parecem ser uma consideração de segunda ordem na gestão de resultados:
 - Barton, 2001; Pincus e Rajgopal, 2002
 - **Investigação neste domínio é ainda relativamente incipiente.**

7. “Abrigos” fiscais e planeamento fiscal abusivo (i)

- “Tax shelters” são soluções jurídico-contabilísticas que permitem reduzir os impostos suportados pelas empresas;
- São substitutos potenciais das formas tradicionais de “shielding” fiscal utilizadas pelas empresas.



7. “Abrigos” fiscais e planeamento fiscal abusivo (ii)

Características comuns:

- Reduzem a “fatura” fiscal sem produzir alterações significativas nos documentos de prestação de contas;
- Secretismo;
- “Encerrados” com frequência pelas administrações fiscais.



Evidência empírica:

- Comparação impostos que deveriam ser pagos/impostos efetivamente pagos:
 - Diferencial crescente (Desai, 2002);
 - Diferenças temporárias são reveladoras de utilização de “tax shelters” (Wilson, 2009; Lisowsky, 2010).
- Empresas que usam “tax shelters”, utilizam menos CA que os seus pares (Graham and Tucker, 2004).

“Eu gosto de pagar impostos. Com eles, compro civilização.”

Oliver Wendell Holmes Jr.

“A única diferença a morte e os impostos é que a morte não se torna mais difícil de cada vez que o Parlamento se reúne para abordar o tema.”

Will Rogers



MUITO OBRIGADO PELA VOSSA ATENÇÃO