

Títulos Corporativos: alíquota zero de IOF e seus efeitos sobre partes interessadas.

Claudia Lebre Rodrigues¹ & Carlos Henrique Firmino de Oliveira²

Resumo

A estrutura de capital e a composição do endividamento são fundamentais para definir como as empresas se financiam. No Brasil, foram adotadas medidas com o objetivo de fomentar o desenvolvimento do mercado de crédito privado. Dentre elas, incentivos fiscais estão entre os mais relevantes, com destaque para a redução de alíquota de IOF. Com base na análise de teorias de finanças corporativas e dados empíricos de estudos anteriores, o presente trabalho procura compreender se este benefício fiscal está sendo efetivo em fomentar o desenvolvimento do mercado de títulos privados. De um lado, estão as empresas tomadoras de crédito que têm nesse incentivo um espaço financeiro para compensar os elevados custos de emissão de títulos. De outro, estão os agentes do ecossistema de estruturação, emissão e negociação dos títulos que também se beneficiam diretamente pelas receitas de serviços específicos. Observa-se que houve aumento no número e volume de emissões após a implementação das medidas de fomento. Parte significativa dos títulos foram mantidos a vencimento em carteiras ligadas aos grandes conglomerados bancários. O que pode ser resultado de arbitragem regulatória entre o empréstimo direto tradicional e o empréstimo indireto por meio da aquisição de títulos via fundos controlados.

Palavras-Chave: IOF, Títulos Corporativos, Crédito corporativo, Endividamento

JEL codes: G18, H26, K22, K34

1– Mestranda em Administração de Empresas – Finanças Estratégicas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, claudia.lebre@gmail.com – Bolsista Capes – Prosuc-I.

2– Doutorando em Administração de Empresas – Finanças Estratégicas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, 72102144@mackenzista.com.br. Bolsista Capes – Prosuc-II.

INTRODUÇÃO

As decisões sobre financiamento, ou como a empresa pode levantar recursos para seus investimentos, é uma das preocupações fundamentais de qualquer administrador financeiro (Ross et al., 2007). Segundo Durand (1952), as empresas se financiam com vistas a otimizar a estrutura de capital que representa a composição entre nível de endividamento e capital próprio.

A teoria de Pecking Order, também conhecida como teoria da hierarquia das escolhas, elaborada por Myers e Majluf (1984) relata que as empresas seguem uma ordem na utilização dos recursos financeiros. Em primeiro lugar, os valores gerados internamente pela empresa, seguido do endividamento com recursos de terceiros e, por fim, o capital próprio ou emissão de ações. As fontes de recursos de terceiros são heterogêneas, podendo ter diferentes características compatíveis com as possibilidades e limitações da empresa devedora (Póvoa e Nakamura, 2015).

O modelo teórico da assimetria da informação (Diamond, 1991) evidencia que há uma relação positiva entre assimetria e endividamento por meio de empréstimos bancários. Inversamente, significa que as empresas com menor assimetria informacional, ou seja, com maior reputação, tendem a emitir títulos corporativos como forma de captação e obter recursos via mercado de capitais.

Outro aspecto a ser considerado, levantado por Fama (1985), são os custos fixos de emissão de títulos corporativos. Por serem altos as empresas de pequeno porte tendem a evitá-la, conseqüentemente preferindo o endividamento bancário.

Faulkender e Petersen (2006) consideram que o nível de endividamento não pode só considerar características internas da empresa. É importante considerar o lado da oferta em conjunto com as restrições que as firmas enfrentam para obter recursos. Contempla, entre outros aspectos, o ambiente de negócios em que a empresa está inserida e o momento de mercado em que se busca o crédito. Como exemplos de fatores determinantes para um bom ambiente de negócios, está a facilidade em se executar uma garantia em caso de inadimplência, a estabilidade cambial e a estabilidade das estruturas políticas do país sede da dívida.

No Brasil, onde há concentração de agentes no mercado bancário, foram observadas ações do Governo Federal que pretendem facilitar o acesso ao crédito pelas

empresas. Dentre elas, podem ser citadas a Lei nº 11.101/2005 (Lei de Falências) e sua alteração, Lei nº 14.112/2020, que, em tese, trazem mais segurança jurídica aos credores.

Outra alteração estrutural relevante é a edição, pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM), da Instrução Normativa 476 de 2009, que flexibiliza as exigências para ofertas públicas de valores mobiliários, desde que realizadas em condições específicas.

Em 2011, são também adotadas duas medidas de incentivo fiscal. Uma é a lei nº 12.431/2011 que estabelece benefícios no imposto sobre os rendimentos de títulos vinculados a projetos específicos de infraestrutura. Outra é o decreto nº 7.487/2011 reduz a zero a alíquota de IOF para emissões de debêntures.

Essas últimas têm o condão de atenuar o custo total incorrido pelos emissores, considerando o já elevado prêmio de risco exigido pelos potenciais credores. Conseqüentemente, esse benefício fiscal influencia na decisão do tipo de financiamento a ser buscado pelas empresas. O impacto tributário que as diferentes fontes de crédito podem exercer sobre os resultados das empresas é de fundamental relevância na escolha sobre a origem dos recursos a serem tomados pelas emissoras.

Entretanto, não só as empresas emissoras se beneficiaram dessas medidas de incentivo. A estruturação e a colocação de títulos de dívida privada são serviços onerosos prestados por instituições financeiras. Nesse sentido, ao fomentar o acesso das empresas ao crédito via mercado de capitais, se estimula todo o ecossistema de originação, colocação primária, mercado secundário, fundos mútuos com mandato específico entre outros. Nesse contexto, cabe refletir sobre o papel dos bancos e o seu produto mais tradicional de crédito empresarial.

No caso do Brasil, existe uma característica peculiar de concentração do mercado bancário que se estruturou na forma de conglomerados de empresas que atuam simultaneamente nos mais diversos ramos do mercado financeiro. Essa característica permite, em tese, que essas instituições adotem estratégias de arbitragem regulatória ao direcionar os clientes elegíveis para uma modalidade ou outra de crédito. Ou seja, oferecer crédito direto ou estruturação vinculada à imediata colocação garantida em carteiras administradas por seu próprio grupo econômico. Com isso, parte dos benefícios fiscais seriam absorvidos pelos intermediários em detrimento das empresas financiadas e dos investidores.

Assim, o presente trabalho tem por objetivo analisar a efetividade da redução de alíquota do IOF como medida indutora do desenvolvimento do mercado de títulos privados. A análise se dá primeiro pelo lado das empresas emissoras e depois pelo lado do ecossistema do crédito privado. A pesquisa, portanto, visa responder quem e em que medida se beneficia do incentivo fiscal sobre emissões de títulos corporativos.

O estudo se justifica por serem os benefícios fiscais uma política pública que implica em renúncia de receitas pelo estado. Neste caso em específico, em benefício de sujeitos passivos e responsáveis tributários com alta capacidade de pagamento que são os bancos e empresas com acesso ao mercado de capitais. Portanto, é fundamental compreender se esses movimentos atingem seu objetivo primário de desenvolver este segmento do mercado de capitais e conhecer eventuais externalidades.

Referencial Teórico e construção de hipóteses

As teorias de finanças corporativas discorrem, desde o artigo seminal de Modigliani e Miller (1958, 1963), acerca de como as empresas tomam suas decisões de financiamento e compõem sua estrutura de capital entre endividamento com terceiros e capital próprio.

A Teoria de Trade Off, desenvolvida por Kraus e Litzemberger (1973) e amplamente divulgada por Myers (1984), preconiza que há um balanceamento entre o benefício tributário dos juros da dívida com terceiros e os custos decorrentes de eventuais dificuldades financeiras provocadas pelo excesso de endividamento. Assim, há um nível de endividamento ótimo para as empresas onde o equilíbrio dessas duas forças maximiza o valor da empresa.

Em outras palavras, há duas forças que se equilibram constituindo o nível de estrutura de capital ótima: benefícios fiscais gerados pelos juros e o custo de falência gerado pelas dívidas onerosas com terceiros. Assim, o nível de endividamento das empresas se acomoda onde há o balanço entre a alavancagem financeira e desempenho econômico, maximizando seu valor.

Por outro lado, de acordo com a Teoria de Pecking Order, ou teoria de hierarquia das escolhas, apresentada por Myers e Majluf (1984), não existe uma meta para

o nível de endividamento. Isto é, as fontes de recurso disponíveis à época devem ser consideradas em busca da melhor oportunidade. Segundo essa teoria, os administradores tomam as decisões de financiamento de forma escalonada e ordenada, ou seja, conforme uma ordem de preferência. Primeiramente as empresas utilizam os recursos gerados internamente (lucro), seguido de endividamento com terceiros (empréstimos bancários ou emissão de títulos mobiliários como debêntures ou comercial papers) e, por último, capital próprio ou emissão de ações.

Essa hierarquia de escolhas tem como prerrogativa minimizar o impacto no valor da empresa, visto que, ao anunciar emissão de novas ações, seu preço tende a diminuir, o que pode ser desvantajoso para a empresa. Ao tomar, primeiramente, recursos internos ou endividamento com terceiros, esse impacto é reduzido.

Outro modelo teórico importante de ser mencionado é da Assimetria da Informação. Para Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), empresas com menor assimetria informacional são mais alavancadas. Isso pois apresentam risco de crédito reduzido e, portanto, possuem maior acesso ao capital de terceiros. Credores têm mais apetite para emprestar para essas empresas.

Diamond (1984, 1989, 1991) analisa a composição de dívidas das empresas e evidencia que quanto maior for a desigualdade de informações entre a empresa e o mercado (acionistas, credores, instituições financeiras, clientes, fornecedores), maior é seu endividamento por meio de empréstimos bancários. Isso significa que, as empresas com menor assimetria informacional, ou seja, com maior reputação, tendem a emitir títulos corporativos como forma de captação de recursos em detrimento de obter empréstimos bancários.

Segundo Póvoa e Nakamura (2015), as fontes de recursos de terceiros são heterogêneas, isso é, têm diferentes composições de acordo com as necessidades e possibilidades das empresas. Cada produto financeiro apresenta suas qualidades e cumpre um papel na estrutura de capital das empresas, bem como suas implicações operacionais de fluxo de caixa e performance financeira. Para necessidades de curtíssimo prazo, há linhas de crédito específicas para capital de giro. Em contrapartida, há linhas de crédito voltadas para investimentos de grande porte e longo prazo. A relação entre as tipologias de crédito e as características das empresas tomadoras foram compiladas por Póvoa e Nakamura (2015) conforme tabela 1.

Tabela 1: Tipos de dívidas tomadas pelas empresas

Tipo	Descrição	Produtos / transações
Dívida privada bancária	Recursos tomados junto a bancos que atuam no país, promovendo empréstimos em moeda nacional e estrangeira	Linhas de crédito de diferentes formas Linhas de Capital de giro Conta garantida Linhas de crédito automático Desconto de duplicatas Operações de vendor e comprar
Dívida privada não bancária	Empréstimos por meio de intermediários não bancários	Empréstimos com empresas coligadas Instituições financeiras não bancárias
Títulos de dívida corporativa	Títulos emitidos e colocados no mercado público ou privado	Debêntures (longo-prazo) Commercial paper – Notas promissórias (curto-prazo)
Dívidas subsidiadas	Fontes de financiamento oriundos diretamente do governo (federal, estadual ou municipal)	Bancos de desenvolvimento e fomento BNDES
Dívida de captação externa	Captação direta de recursos off-shore, no mercado internacional (não ocorridas no mercado local)	. bonds ou commercial paper colocados offshore . empréstimos bancos estrangeiros com funding externo
Arrendamento mercantil	Empréstimos que tomam o próprio ativo como garantia	Contratos de Leasing

Fonte: adaptado de Póvoa e Nakamura, 2015

A emissão de títulos corporativos (Debêntures) no Brasil está prevista na Lei nº6.385/1976 e é regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Em 2003 é emitida a Instrução Normativa CVM-400 que dispõe sobre a oferta pública de valores mobiliários e detalha a forma de emissão desses títulos. Restringe esse instrumento às empresas de capital aberto, exige registro prévio e publicação de prospecto detalhado contendo informações completas sobre a empresa, estratégia de negócios, fatores de risco, utilização dos proventos auferidos, além da apresentação das demonstrações financeiras dos últimos três anos. Esses títulos podem ser distribuídos a todos os tipos de investidores e não impõe restrições de oferta.

Em 2009, a CVM edita a Instrução Normativa nº 476 ampliando o rol de possíveis emissores e facilitando o acesso ao mercado de títulos corporativos pelas empresas. Os potenciais emissores não se limitam mais àquelas empresas que são constituídas na forma de capital aberto e seu prospecto pode ser simplificado. Entretanto, os esforços de colocação são restritos a investidores profissionais. Em tese, esses investidores têm condições de avaliar as informações necessárias e suficientes para sua análise de crédito do investimento e têm uma relação menos heterogênea com a instituição financeira intermediária.

Em linha com a flexibilização do acesso ao crédito pelas empresas, em 2011 o Governo Brasileiro publica a Lei nº 12.431 que cria os Títulos de Infraestrutura, direcionados a projetos do setor de infraestrutura. Os projetos devem cumprir requisitos específicos estabelecidos pelo governo e não podem ter prazo inferior a 4 anos. O imposto de renda incidente na operação passa a ter alíquota reduzida a 0% para pessoas físicas e investidores estrangeiros e alíquota limitada em 15% para pessoas jurídicas.

Além da tributação sobre a renda auferida pelo investidor, existe um tributo menos conhecido que incide sobre operações de crédito. O responsável pela apuração e recolhimento do desse imposto é a instituição financeira envolvida. Trata-se do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), que é definido pela Lei nº 5.143/1966 e regulamentado pelo Decreto nº 6.306/2007. Sua alíquota varia de 0,0041% ao dia (Artigo 7º, I, b, 1 do Decreto nº 6.306/2007) a 1,8765%, de acordo com a maturidade da transação. A título meramente ilustrativo e simplificado, significa que um empréstimo bancário (fato gerador do IOF) de R\$ 100 milhões (base de cálculo do IOF) implica em uma obrigação principal aproximada de até R\$ 1,8765 milhão a título de IOF (considerando a alíquota máxima do IOF de 1,8765%).

Por outro lado, se a empresa tomadora de recursos emitir títulos corporativos, a questão tributária fica significativamente diferente. Esse tipo de operação tem alíquota zero de IOF (V e VI, §2º, art. 32 Decreto nº 6.306/2007).

Todavia a estruturação de uma debênture implica em custos adicionais para o tomador. Por exemplo, a contratação de agente fiduciário, pagamento ao distribuidor líder, avaliação de risco de crédito etc. Todos esses serviços podem, em tese, ser organizados pela mesma instituição financeira que concederia o empréstimo. Se ela atuar como estruturadora da emissão, o valor efetivamente disponibilizado à empresa

pode ser o mesmo, mas o valor que seria devido em impostos se converte em taxas e serviços diversos.

Em outras palavras, do ponto de vista do tomador, os custos com impostos podem ser transmutados em custos de estruturação sem que haja real vantagem financeira para a empresa que está captando. Já do ponto de vista da instituição financeira, o valor a ser recolhido a título de IOF pode vir a se converter em taxas de serviço de estruturação. Isso vale desde a promulgação do Decreto nº 7.487/2011 que reduziu a 0% a alíquota de IOF na operação de emissão de títulos. Assim, surge a dúvida quanto à real efetividade dessa política pública que nos leva a formular as seguintes hipóteses a serem analisadas:

H1 – A redução de alíquota de IOF em emissões de títulos privados favorece as empresas emissoras.

H2 – A redução de alíquota de IOF em emissões de títulos privados favorece o ecossistema de crédito privado.

Metodologia

Para testarmos as hipóteses e respondermos às perguntas de pesquisas, realizaremos uma análise dedutiva empregando teorias e dados terciários obtidos outros artigos científicos.

Os dados empíricos da microestrutura do mercado de debêntures no Brasil utilizados neste artigo são dados terciários documentados na análise descritiva de De Carvalho e Marques (2020) em conjunto com a pesquisa realizada pelo regulador do mercado de capitais do Brasil (CVM, 2019).

As análises são distribuídas em dois grupos. De um lado, as empresas ou tomadores dos recursos financeiros e, de outro lado, os provedores de créditos ao mercado, sob a forma de empréstimos bancários ou títulos corporativos.

Comparam-se os universos de emissões de debêntures até 2011 e após. Ano em que foram implementadas as medidas de incentivo fiscal (redução de alíquota de IOF). O período de observação é de 2005 a 2017. Como limitações desse estudo, aponta-se o uso de dados terciários.

Análise

H1 – A redução de alíquota de IOF em emissões de títulos privados favorece as empresas emissoras.

A empresa Brasil Bolsa Balcão - B3, única bolsa de valores em operação no território brasileiro, afirma que emissão de títulos corporativos são vantajosas na captação de recursos financeiros por diminuir o custo médio devido à redução das garantias utilizadas (B3, s.d.).

Segundo Tarantin Junior e Do Valle (2015), as empresas com maior proporção de seu endividamento captados no mercado de capitais são mais alavancadas, o que sugere que elas ampliam, de fato, sua capacidade de tomar recursos de terceiros. Isso pode ser interpretado como uma vantagem competitiva, visto que ela conta com mais opções de veículos financeiros para financiar seus investimentos e expandir seu negócio.

Corroborando com Faulkender e Petersen (2006) e Diamond (1991), os autores Taranini Junior e Do Valle (2015) afirmam que as empresas com maior reputação, ou menor assimetria informacional, têm mais acesso ao mercado de capitais. Com isso, essas são mais alavancadas pois ampliam o volume de recursos disponíveis, além de ser um recurso mais barato.

Segundo Póvoa e Nakamura (2015), quanto menor o custo de produção de informação (menor assimetria informacional e maior reputação), a fonte de recursos financeiros via emissão de títulos corporativos é mais vantajosa do que endividamento bancário devido ao custo de captação mais competitivo.

Isso também é evidenciado por Harris e Ravi (1991), que afirmam que as empresas de maior porte se beneficiam de emissão de títulos corporativos devido à economia de escala que obtém na produção de informações.

Analogamente, Diamond (1991) evidencia que quanto menor assimetria da informação, maior a reputação da empresa e maior a endividamento via emissão de títulos corporativos. Isso pois reduz o risco associado a empresa propiciando menor custo de captação.

Póvoa e Nakamura (2015) concluem que as empresas com menor assimetria de informações e confiança dos investidores conseguem captar no mercado de capitais com menor custo.

De Carvalho e Marques (2020) observam que o mercado de títulos corporativos cresce significativamente a partir de 2009, conforme mostrado na Tabela 2. Isso condiz com a promulgação da Instrução Normativa nº 476 pela CVM, cujo objetivo era o de fomentar o acesso ao crédito para as empresas ampliarem seus negócios, reduzindo os custos de emissões de títulos propiciando maior acesso das empresas ao mercado de capitais. Esses dados estão em linha com Tarantin Junior e Valle (2015).

Tabela 2: Emissão de títulos ao longo do tempo

Ano	Total BRL Bi (nº de emissões do ano)	Porcentagem do		Títulos regulares (%)		Títulos de infraestrutura (%)	
		PIB	CENF	CVM-400	CVM-476	CVM-400	CVM-476
2005	14 (46)	0,66	6,69	100 (100)			
2006	22 (42)	0,92	8,51	100 (12,4)			
2007	13 (49)	0,49	3,90	100 (14,4)			
2008	9 (37)	0,29	1,90	100 (10,9)			
2009	29 (113)	0,88	6,04	45 (11,8)	55 (3,5)		
2010	55 (197)	1,41	9,88	29 (10,0)	71 (7,8)		
2011	52 (210)	1,20	8,01	6 (4,4)	94 (9,4)		
2012	92 (321)	1,90	12,96	16 (10,0)	79 (13,4)	1 (3,6)	4 (6,6)
2013	71 (346)	1,33	9,30	11 (7,1)	81 (14,4)	5 (19,6)	4 (10,4)
2014	123 (354)	2,12	15,46	2 (1,8)	94 (15,3)	2 (17,9)	2 (18,9)
2015	66 (270)	1,10	7,92	11 (2,1)	79 (11,4)	5 (19,6)	4 (14,2)
2016	60 (243)	0,96	8,07	0 (0,6)	92 (10,3)	3 (10,7)	5 (19,8)
2017	95 (354)	1,46	13,02	3 (1,2)	88 (14,5)	4 (28,6)	6 (36,2)
Total 2009-2017	BRL Bi (nº de emissões do ano)			125,7 (340)	542,0 (2.080)	15,4 (56)	19,3 (106)

CENF: crédito para empresas não financeiras; *CVM-400*: Títulos emitidos de acordo com a Instrução Normativa nº 400; *CVM-476*: Títulos emitidos de acordo com a Instrução Normativa nº 476

Fonte: De Carvalho e Marques (2020)

A evidência empírica trazida por De Carvalho e Marques (2020) detalhadas na Tabela 2, demonstra que houve aumento na quantidade de emissões e no volume financeiro a partir de 2011, ano em que foi aprovado o incentivo fiscal do IOF. Por si só, essa poderia ser entendida como um indicativo de sucesso da política pública. No entanto, não é possível isolar o efeito da redução de alíquota do efeito de flexibilização das normas de emissão de 2009. Também não é possível isolar de outros efeitos como o incentivo fiscal das debêntures incentivadas.

Além disso, não foi possível verificar o impacto no fluxo de caixa dos direitos e obrigações entre as duas modalidades de crédito. Ou seja, se a captação por meio do mercado de capitais efetivamente reduziu o custo do crédito para as empresas e em que percentual. Seria necessário comparar os custos efetivos totais agregados, incluindo impostos e demais custos diretos de transação entre as duas modalidades para aferir se houve vantagem no fluxo de caixa real dos financiamentos. Ao usarmos apenas a métrica do aumento de emissões e volume não fica claro o quanto a redução de alíquota representou redução de custo para as empresas.

Do ponto de vista teórico, não seria possível rejeitar a hipótese 1, pois medida que diminua o custo de emissão e acesso das empresas ao mercado de capitais favorece as emissoras. Todavia, ao analisar os dados empíricos referenciados neste texto, não foi possível concluir se essa redução representou diminuição de custo total ou se foi responsável pelo aumento da quantidade e do volume de emissões.

H2 – A redução de alíquota de IOF em emissões de títulos privados favorece o ecossistema de crédito privado.

Conforme Turner (2001) e CVM (2019), uma das principais razões para se desenvolver o mercado de crédito seria a desconcentração da intermediação financeira em instituições bancárias. A dispersão do risco de crédito para outros agentes econômicos seria especialmente salutar em momentos de crise e pós-crise.

Em um mercado perfeito, espera-se que os bancos comerciais (ofertantes de linhas de crédito empresariais) e os bancos de investimentos (ofertantes de estruturação de dívidas corporativas na forma de valores mobiliários) concorressem pelos clientes corporativos que fossem elegíveis simultaneamente aos dois produtos. No entanto, um

dos achados relevantes De Carvalho e Marques (2020) é sobre o destino dos títulos. Constatam que uma parcela significativa dos títulos tem como destino as partes relacionadas aos seus estruturadores. Essa informação se torna ainda mais surpreendente quando os mesmos autores detectam que cerca de 96% das escriturações estão concentradas em apenas duas instituições que compõem respectivamente os dois maiores conglomerados financeiros privados do Brasil. Mais ainda quando constatam a baixa liquidez desses títulos que, por vezes, são mantidos da emissão ao vencimento com o mesmo credor (DE CARVALHO E MARQUES, 2020). Na mesma linha, CVM (2019) relata percepção dos agentes de mercado entrevistados que afirmam que os melhores títulos privados não saem do domínio dos bancos.

Desta forma, percebe-se que a concorrência esperada não é observada nessas evidências empíricas. Ao contrário, a emissão de títulos corporativos propicia o desenvolvimento de outras linhas de negócios dentro dos mesmos conglomerados financeiros dos bancos. O que, associado a uma estrutura hierarquizada de decisões, pode, hipoteticamente, viabilizar uma arbitragem regulatória ao trazer diversificação nas fontes de receitas desses grupos econômicos (HAWKINGS, 2002).

A primeira linha alternativa de negócios beneficiária percebida é a de estruturação de dívida corporativa. A segunda linha de negócios presumida como beneficiária é a de fundos de investimentos com mandato para aquisição de títulos de crédito privado. Dessa forma, os bancos podem oferecer a seus outros clientes a diversificação de portfólio de investimentos. No caso do Brasil, as características estabelecidas pela ICVM 476 parecem requerer tacitamente que o estruturador ofereça garantia firme de colocação (CVM, 2019).

Ainda, a terceira linha de negócios que se beneficia e que enseja arbitragem regulatória é o próprio segmento de banco comercial. Ao direcionar as debêntures para fundos sob seu controle, o banco direciona seus recursos para outros tipos de clientes ao mesmo tempo em que evita o depósito prudencial. A Instrução Normativa nº 2.682/1999 emitida pelo Banco Central do Brasil (BACEN), determina que os bancos devem constituir uma provisão para cada contrato de empréstimo concedido, uma reserva prudencial tanto em benefício do próprio banco como para a higidez do sistema financeiro. Essa provisão está condicionada às características do empréstimo e do risco de crédito do cliente. Varia gradualmente de 5%, para um cliente com avaliação de crédito considerada ótima, até 100% ao quando for o grau máximo de risco de crédito. Assim, a

depende do arranjo financeiro, seria possível viabilizar o negócio do banco sem constituir a provisão no nível correspondente.

Considerando que os bancos são racionais tomadores de decisão com vistas à maximização de resultado financeiro, entende-se que a evidência apresentada por De Carvalho e Marques (2020) suporta a conclusão de que a isenção tributária do IOF tenha se convertido parcialmente em taxas de serviço de estruturação prestados por empresas coligadas aos grupos econômicos dos principais bancos privados do Brasil.

No mesmo sentido, o polo credor permanece em parte ocupada pelos mesmos grupos econômicos do caso de empréstimos. Se na modalidade de empréstimos os credores são os bancos A e B, na modalidade títulos privados, os credores são pessoas jurídicas vinculadas aos mesmos grupos econômicos A e B.

Desta argumentação, deduz-se não ser possível rejeitar a hipótese 2, ainda que os prestadores de serviço e os credores possam estar ligados aos mesmos conglomerados financeiros que seriam os potenciais ofertantes de empréstimos bancários.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A captação de crédito privado por emissão de títulos corporativos ao invés de empréstimos bancários traz benefícios teóricos para a empresa emissora pois, dentre outros motivos apresentados, aumenta sua capacidade de captação de recursos financeiros perante um número maior e difuso de potenciais credores. Nesse sentido, a redução de alíquota a zero de IOF nessas operações cria margem financeira teórica para absorver os custos associados à emissão mantendo o custo total em nível próximo ou inferior ao empréstimo bancário tradicional. Os custos de emissão remuneram o trabalho de prestadores de serviços financeiros em diferentes segmentos (distribuição, agente fiduciário, custódia, escrituração, etc.). Em tese, fomentando essas atividades econômicas e desconcentrando o mercado de crédito do segmento bancário para o mercado de capitais. Não obstante, as evidências apresentadas no texto apontam para uma possível arbitragem regulatória dos conglomerados financeiros e para o desenvolvimento de outros segmentos de negócios dentro de seus próprios grupos econômicos. Como oportunidades para estudos futuros, sugere-se levantar casos reais em que seja possível comparar os custos totais de captação nas duas modalidades (títulos e empréstimos) e compará-las.

REFERÊNCIAS

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, s.d. **Produtos e Serviços**. São Paulo, SP: B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures.htm. Acesso em: 30 jul. 2022

BACEN – **Banco Central do Brasil**, Resolução nº 2.682 de 21 de dezembro de 1999. Dispõe sobre os critérios de classificação de operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2682_v2_L.pdf

BRASIL, Lei nº 5.143, de 20 de outubro de 1966. Institui o imposto sobre operações financeiras, IOF, e regula a respectiva cobrança. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 24 out. 1966. Disponível em: <https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=5143&ano=1966&ato=e3fc3ZU9EMZRVT280>

BRASIL, Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários – CVM. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 16.037, 09 dez. 1976. Disponível em: <https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=6385&ano=1976&ato=a92cXTq50MnRVTa5b>

BRASIL, Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 09 fev. 2005. Disponível em: <https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=11101&ano=2005&ato=9c0ATWE5EMRpWTfd1>

BRASIL, Decreto nº 6.306 de 14 de dezembro de 2007. Regulamenta o imposto sobre operações relativas a títulos ou valores mobiliários – IOF. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 2, 17 dez. 2007. Disponível em: <https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=DEC&numero=6306&ano=2007&ato=e70EzYE1UNRpWT4e2>

BRASIL, Decreto nº 7.487 de 23 de maio de 2011. Institui a redução a zero a alíquota de IOF para emissões de debêntures. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 24 mai. 2011. Disponível em: <https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=DEC&numero=7487&ano=2011&ato=687UTRE9UMVpWT258>

BRASIL, Lei nº 12.431 de 24 de junho de 2011. Institui o regime especial de incentivos fiscais para investidores em títulos vinculados a projetos específicos de infraestrutura. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 1, 27 jun. 2011. Disponível em: <https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=12431&ano=2011&ato=8b0kXVE1UMVpWT547>

BRASIL, Lei nº 14.112 de 24 de dezembro de 2020. Atualiza a legislação referente à recuperação judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, p. 23, 24 dez. 2020.

Disponível em: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/lei-n-14.112-de-24-de-dezembro-de-2020-296388917>

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa n. 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, 09 jan. 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa n. 476, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, 19 jan. 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **O mercado de dívida corporativa no Brasil**: Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento. Pesquisa publicada em abr. 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cvm_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf

DE CARVALHO, A. G.; MARQUES, F. T. A Microestrutura do mercado Brasileiro de Títulos Privados. **Revista Brasileira De Gestão De Negócios**, v. 22, p. 482-500, 2020.

DIAMOND, D. W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring. **Review of Economic Studies**, v. 51, n. 3 p. 393-414, jul. 1984.

DIAMOND, D. W. Reputation Acquisition in Debt Markets. **Journal of Political Economy** v. 97, p. 828-861, 1989.

DIAMOND, D. W. Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 106, n. 3, p. 709-737, 1991.

DURAND, D. Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. **National Bureau of Economic Research**, p. 215–262, 1952.

FAMA, E. What's Different about Banks? **Journal of Monetary Economics**, v. 15, p. 29-36, 1985.

FAULKENDER, M.; PETERSEN, M. A. Does the source of capital affect the capital structure? **The Review of Financial Studies**, v. 19, n. 1, p. 45-79, 2006.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

HAWKINS, J. Bond markets and banks in emerging economies. **BIS Papers**, Basel, n. 11, p. 42-48, 01 jun. 2002. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11d.pdf>

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 443-453, 1963.

MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p.575-592, 1984.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187–221, 1984.

PÓVOA, A. C. S.; NAKAMURA, W. T. Relevância da estrutura de capital: um estudo com dados em painel. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 12, n. 25, p. 03-26, 2015.

ROSS, S.; WESTERFIELD; R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2007.

TARANTIN JUNIOR, W.; DO VALLE, M. R. Estrutura de capital: o papel das fontes de financiamento nas quais companhias abertas brasileiras se baseiam. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, v. 26, n. 69, p. 331-344, 2015.

TURNER, P. Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues. **BIS Papers**, Basel, n. 11, p. 1-12, 01 jun. 2002. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11b.pdf>