

**ATA DA 20ª REUNIÃO**

**COMITÊ EXECUTIVO  
PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS**

**02/Dez/2005**

## ATA DA 20ª REUNIÃO DO COMITÊ EXECUTIVO DO PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS

Data: 2 de dezembro de 2005

Horário : das 13h00 às 15h00

Local : BOVESPA  
Rua XV de Novembro, 275 - 10º andar.  
São Paulo – SP

### Participantes:

ABRAPP	Antonio Jorge Vasconcelos da Cruz
ACSP	Marcel Solimeo
ADEVAL	Ney Castro Alves
ANBID	Raphael Velly de Castro
ANCOR	Guilherme Marconi Neto
ANDIMA	Luiz Macahyba
ANIMEC	Gregório Mancebo Rodriguez
APIMEC	Milton Luiz Milioni
BM&F	Ailton Coentro Filho
BOVESPA	Raymundo Magliano Filho
BOVESPA	Sérgio Luiz de Cerqueira Silva
FIESP	Paulo Roberto Pereira da Costa
FORÇA SINDICAL	Ricardo Patah
FORÇA SINDICAL	Marcos Afonso de Oliveira
IBGC	Mauro Cunha
IBMEC	Carlos Rocca
IBRI	Sérgio Tuffy Sayeg
Coordenador	Thomás Tosta de Sá

O Dr. Raymundo Magliano Filho, presidente da BOVESPA, deu início a reunião agradecendo o comparecimento de todos e fazendo uma breve apresentação do Prof. Fernando Abrucio. Pediu, a seguir, que o coordenador Thomás Tosta de Sá desse seqüência aos trabalhos.

Primeiramente, o coordenador comentou que estava distribuindo, além do caderno da reunião que continha o Balanço do Plano Diretor 2005 e a Proposta do Plano de Ação 2006, um livro da Fundação Konrad Adenauer “Reforma Política: Agora vai?” e a proposta da ANDIMA sobre a participação do investidor estrangeiro na aquisição de títulos da dívida pública.

Destacou, a seguir, que conforme consta do Balanço de 2005, a maior parte das propostas foram implementadas, destacando aquelas que não tiveram seguimento, como a utilização do FGTS para compra de ações. Mencionou, também, que os indicadores do mercado, para o ano de 2005, como, por exemplo, o volume de bolsa, a capitalização de mercado, novas aberturas de capital, o aumento da participação do investidor individual, a evolução do IBovespa, comprovam o acerto das medidas propostas pelas entidades participantes do Plano Diretor, que contaram com importante apoio do Governo.

Comentou, em seguida, que as propostas relativas às medidas tributárias e regulatórias aprovadas na 19ª Reunião do Comitê Executivo, passariam a fazer parte do Plano de Ação 2006, tendo em vista que o Secretário Bernard Appy pediu que elas só fossem discutidas com o GT do Mercado de Capitais do Governo no início do próximo ano.

Informou, também, que a proposta da ANDIMA distribuída no início da reunião seria incorporada ao Plano de Ação 2006.

Falou, ainda, que o GT de Liquidez do Mercado Secundário de Títulos da Dívida das Empresas havia encerrado, com sucesso, seus trabalhos definindo-se pela criação das debêntures simplificadas nos termos da Instrução CVM 400, além de apoiar o desenvolvimento do mercado secundário das debêntures padronizadas nos termos da Instrução CVM 404.

Acrescentou que antes do final do ano seria agendada reunião na CVM para apresentação do relatório final do Grupo.

Disse, ainda, que o GT do Novo Modelo Previdenciário realizaria no próximo dia 15 mais uma reunião e que deveria concluir o projeto para apresentação ao Comitê Executivo até o final dos meses de abril ou maio.

Com relação ao GT de Desconsideração da Personalidade Jurídica, disse que após a conclusão do relatório previsto para janeiro, seria feito um trabalho junto ao Judiciário, e marcado um Seminário Internacional em abril, devendo-se dar

seqüência com “workshops” organizados pelas universidades, para esclarecimento do Judiciário sobre as conseqüências negativas para atividade empresarial de um uso inadequado desse instrumento.

Após a aprovação das medidas propostas o representante da Força Sindical, Dr. Ricardo Patah, pediu a re-inclusão do projeto do PLR no Plano de Ação 2006. Justificou dizendo que sua implantação dependeria, ainda, de um esforço de divulgação junto a empresários e sindicatos.

Por unanimidade foi aprovada a proposta, tendo sido designado o Dr. Ricardo Patah, em nome da Força Sindical, responsável pela sua implementação, desde já ficando a BOVESPA e as demais entidades do Plano Diretor disponíveis para apoiar o trabalho.

O Presidente da APIMEC, Dr. Milton Milioni, pediu, também, que se colocasse no Plano de Ação 2006 a questão da não incidência da CPMF nas operações dos clubes de investimento. A proposta foi aprovada por todos.

O Dr. Carlos Rocca, coordenador técnico do CODEMEC, falou a seguir do projeto dos indicadores do mercado de capitais, que já estava concluído, e que seria apresentado à CVM para verificar a possibilidade do processo de atualização das informações ficar sob responsabilidade da mesma.

Nenhuma outra proposta tendo sido apresentada, o coordenador esclareceu que nada impediria que novas propostas fossem encaminhadas ao longo de 2006 e que o Projeto do Novo Modelo Previdenciário a ser apresentado aos candidatos à Presidência da República seria o principal esforço do Plano Diretor ao longo do próximo ano.

Após a reunião, recebemos o pedido da ABRASCA no sentido de incluir no Plano de Ação 2006 esforço junto ao Congresso contra a aprovação do PL 2550/00 que cria a obrigação das companhias emissoras de transferirem para titularidade da União as ações não reclamadas pelos acionistas e passarem a recolher os respectivos dividendos mediante DARF.

Passou, a seguir, a palavra ao Prof. Fernando Abrucio, da Fundação Getúlio Vargas e da PUC de São Paulo para sua apresentação sobre o tema “Reforma Política”.

# Plano Diretor

---

Mercado de  
Capitais

O Presidente Magliano encerrou a reunião agradecendo a excelente palestra do Professor Abrucio e pediu ao coordenador que apresentasse a agenda das próximas reuniões do Plano Diretor:

<u>Data</u>	<u>Local</u>	<u>Horário</u>
24 de março	BOVESPA	13 às 15 horas
23 de junho	A definir	13 às 15 horas
15 de setembro	A definir	13 às 15 horas
24 de novembro	A definir	13 às 15 horas

Atenciosamente,

São Paulo, 15 de dezembro de 2005.

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

## **BALANÇO DO PLANO DE AÇÃO 2005**

São Paulo, 2 de dezembro de 2005.

### **PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS BALANÇO DO PLANO DE AÇÃO 2005**

Realizamos cinco reuniões do Comitê Executivo sediadas na BOVESPA, BM&F e ANDIMA.

Das ações propostas no Plano de Ação 2005 algumas foram substituídas, como o projeto FGTS, por não ter encontrado apoio do Governo para dar seguimento à votação do PL 2181/03 do Deputado Paulo Bernardo; outras foram adiadas para discussão com o Governo no início do próximo ano, como as prioridades de alteração da legislação tributária, aprovadas na 19ª Reunião do Comitê Executivo (ver anexo) e, finalmente as demais, ou foram implementadas ou estão em fase de execução como notamos a seguir.

Destacamos como de grande importância a decisão anunciada pelo presidente do BNDES, Dr. Guido Mantega, em reunião do dia 18 de março do Comitê Executivo, do Banco voltar a atuar ativamente no Mercado de Capitais.

A reconstituição da área de Mercado de Capitais do BNDES, o lançamento , com grande sucesso, de nova tranche do PIBB, a participação da equipe do BNDES, com a presença do diretor Carlos Kawall, no Grupo de Trabalho de Liquidez no Mercado Secundário dos Títulos da Dívida das Empresas e o lançamento do programa de apoio aos Fundos de Empresas Emergentes e de Participação, foram destaques da atuação do Banco em 2005.

Contamos, também, com a presença do novo Secretário de Política Econômica, Dr. Bernard Appy, na reunião do Comitê Executivo de 20/05/2005, quando fez uma apresentação sobre o “Mercado de Capitais e a Agenda Micro Econômica”.

Por ocasião da 18ª Reunião do Comitê Executivo, realizada na BM&F em 20/07/2005, contamos com a participação do presidente da CVM, Dr. Marcelo Trindade e do Dr. Edmundo de Oliveira, da Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI).

O Dr. Edmundo destacou que em março de 2006 a OCDE irá realizar no Brasil sua reunião anual e que o tema será o “Venture Capital” , pedindo o apoio das entidades presentes para o evento.

O Dr. Marcelo Trindade, hoje presidindo o COSRA – Council of Securities Regulators of the Americas, mencionou que o apoio a PME e “venture capital” foi o tema priorizado pela sua gestão. Falou ainda sobre o Planejamento Estratégico da CVM.

Por outro lado, várias propostas de alterações da legislação tributária foram realizadas, ao longo do ano, como as pleiteadas pela BM&F e a alteração da tributação dos fundos imobiliários solicitada pela BOVESPA, bem como um conjunto de medidas contidas na “MP do Bem” voltadas para a desoneração tributária dos setores produtivos.

O estudo para uma revisão do Modelo Previdenciário foi contratado com a FIPE e constituído um Grupo de Trabalho para acompanhamento do mesmo. Sua conclusão está prevista para abril de 2006 e será submetido à aprovação do Comitê Executivo para posterior entrega aos candidatos à Presidência da República, com o objetivo de ser encaminhado ao Congresso em 2007.

O Grupo de Trabalho de Liquidez no Mercado Secundário de Títulos de Dívidas das Empresas foi encerrado, sendo que suas conclusões deverão ser apresentadas a CVM ainda em dezembro. A recomendação de criação de um modelo “simplificado de debêntures”, não impediu que se continuasse com os esforços de desenvolvimento do mercado de “debêntures padronizadas”.

O novo código de auto-regulação de ofertas públicas, da ANBID, também foi lançado em novembro.

Ajustes na legislação tributária da poupança previdenciária também foram aprovados em 2005. Entretanto, o não encaminhamento ao Congresso do projeto de lei para regulamentação da previdência complementar do servidor público, adia algumas das vantagens da reforma previdenciária aprovada em 2003.

O novo projeto da Lei Geral das Micros e Pequenas Empresas, proposto pela frente empresarial com o apoio do SEBRAE, poderá significar um importante avanço na formalização da economia brasileira, com reflexos muito positivos para o surgimento de um novo contingente de empresas que acessarão o mercado de capitais.

Outro passo importante no processo de integração dos mercados da América Latina foi dado pelo acordo firmado entre a BOVESPA e a Bolsa do México.

Foi também realizada uma revisão na página do Plano Diretor no site da BOVESPA com o objetivo de mostrar um histórico da implementação do Plano, dando total transparência a suas novas ações.

O projeto conduzido pelo IBMEC para a criação de um banco de dados integrado do mercado de capitais, foi concluído e apresentado à CVM para que fique responsável pela sua atualização.

Foi constituído também, um Grupo de Trabalho para discutir a questão da Desconsideração da Personalidade Jurídica (“penhora on line”), que será concluído em janeiro com uma série de propostas voltadas para minimizar os efeitos negativos da má interpretação que vem sendo dada à matéria pela Justiça, com potenciais efeitos negativos para a atividade empresarial.

Em resumo, o desempenho do mercado em 2005 (ver anexo), com a abertura de novas empresas, o aumento significativo do número de investidores individuais, o crescimento do volume de novas emissões, a valorização do IBOVESPA, com o conseqüente aumento do valor de mercado das empresas cotadas em bolsa, atestam que os esforços desenvolvidos pela entidades que apóiam o Plano Diretor do Mercado de Capitais, contando com a compreensão do Executivo e do Congresso, foram muito bem sucedidos.

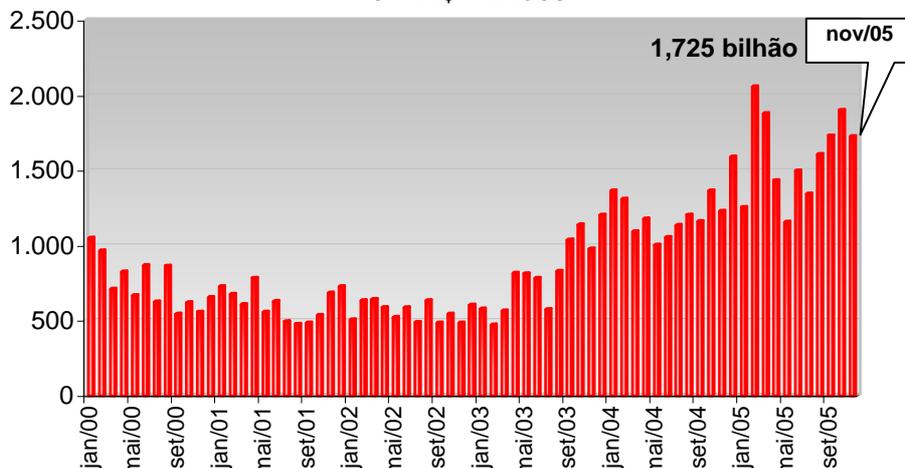
São Paulo, 30 de novembro 2005.

Thomás Tosta de Sá  
Coordenador do Comitê Executivo

## **DESEMPENHO DO MERCADO 2005**

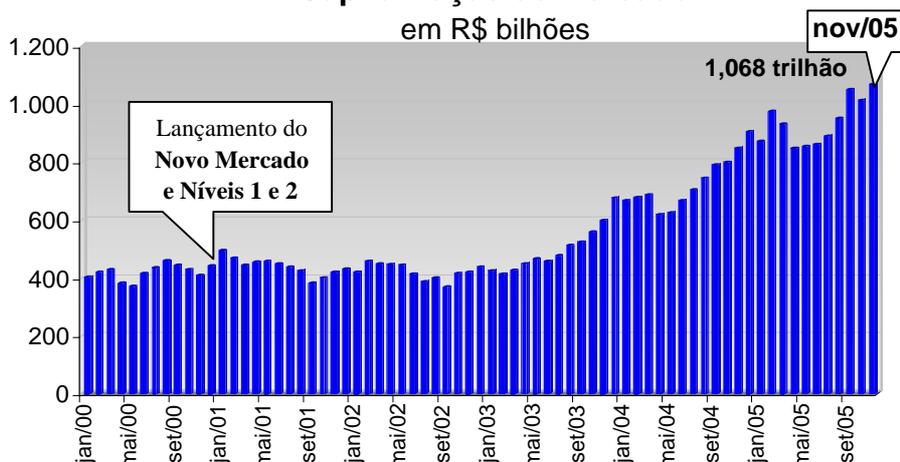
**Volume Médio Diário - mensal**

em R\$ milhões



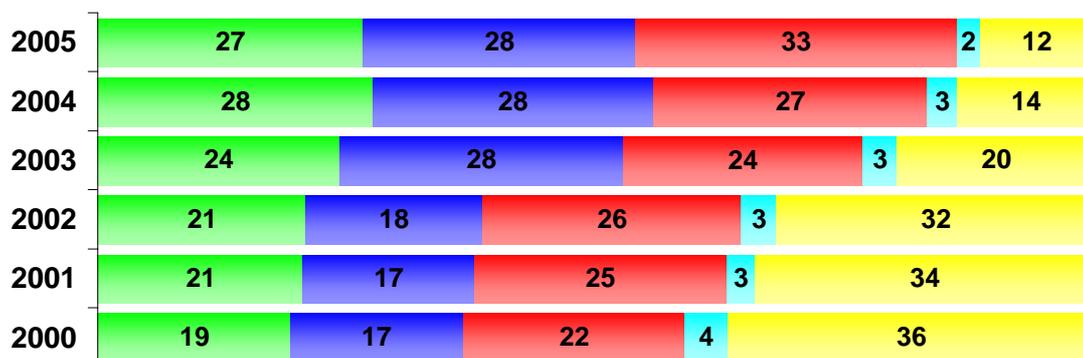
**Capitalização de Mercado**

em R\$ bilhões



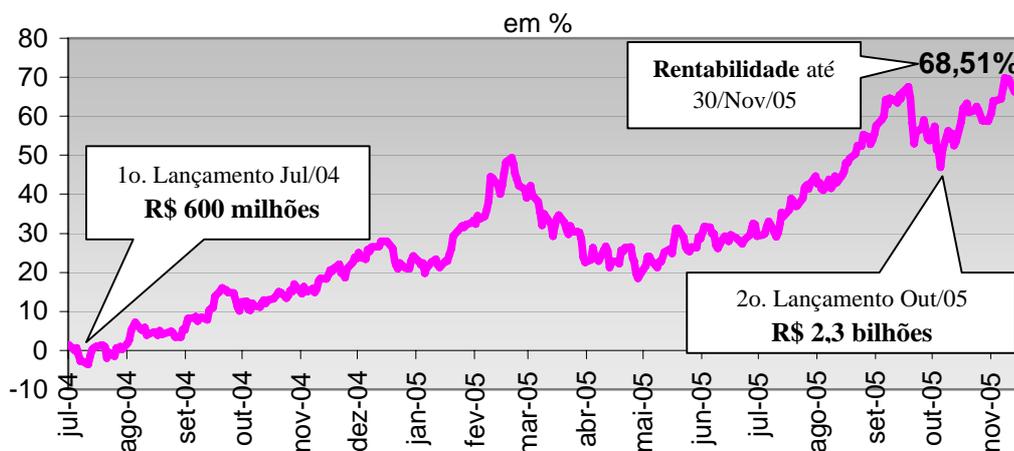
**Participação dos Investidores no Volume**

em % - 2005 até outubro



■ Individuais ■ Institucionais ■ Estrangeiros ■ Empresas ■ Inst.Financeiras

### PIBB - Rentabilidade Acumulada

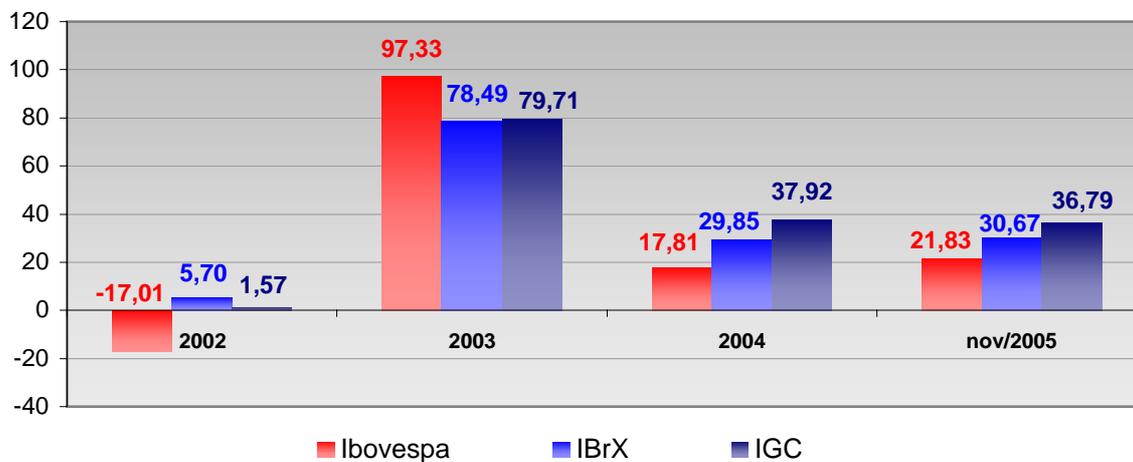


### Rentabilidade dos Índices BOVESPA, Juros e Inflação

	Nov/05	2005	12 meses	36 meses
Ibovespa	5,70%	21,83%	27,00%	203,69%
IBrX	6,50%	30,67%	40,71%	221,63%
IGC	8,40%	36,79%	52,15%	273,24%
CDI	1,38%	17,28%	19,02%	70,74%
Poupança	0,70%	8,40%	9,20%	31,44%

### Rentabilidade Nominal dos Índices

acumulado ao ano em %



## IPOs e Ofertas Públicas

2004			2005		
Data	Empresa	Volume R\$ milhões	Data	Empresa	Volume R\$ milhões
10/05/04	CCR	375	31/01/05	Unibanco	718
26/05/04	Natura*	768	28/02/05	Renar Maçãs*	16
24/06/04	Gol*	878	30/03/05	Submarino*	473
25/06/04	ALL*	588	13/04/05	Ultrapar	362
24/09/04	Braskem	1.211	23/03/05	ALL	645
29/10/04	Sabesp	688	28/04/05	Gol	594
06/09/04	Weg	319	20/05/05	Localiza*	264
29/09/04	CPFL Energia*	821	14/06/05	TAM	548
29/10/04	Grendene*	617	15/06/05	AES Tietê	1.060
19/11/04	DASA*	437	01/07/05	Lojas Renner	886
22/11/04	Porto Seguro*	377	13/07/05	Energias do Brasil*	1.185
15/12/04	Bradespar	1.044	15/07/05	OHL Brasil*	496
09/12/04	Gerdau	88	14/09/05	Unibanco	1.765
17/12/04	Suzano	179	15/09/05	Bradespar	505
<b>Total 2004</b>		<b>R\$ 8,39 bilhões</b>	23/09/05	Brazil Realty	902
			28/10/05	Nossa Caixa*	954
			18/11/05	Cosan*	886
			<b>Total até 30/11/2005</b>		<b>R\$ 12,26 bilhões</b>

\* IPO

## PLANO DE AÇÃO 2006

## PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS

### PLANO DE AÇÃO 2006

#### Introdução

Conforme relatado em nosso balanço de 2005, as prioridades do Plano Diretor de 2006 estarão concentradas na busca da aprovação das medidas tributárias constantes da ata de nossa 19ª Reunião do Comitê Executivo, no Projeto do Novo Modelo Previdenciário e nas ações voltadas para o Judiciário relativas a Desconsideração da Personalidade Jurídica.

Além dessas medidas anteriormente aprovadas, que incluem, também, as mudanças regulatórias pleiteadas pela BM&F, solicitamos às entidades participantes que apresentassem suas propostas para inclusão no novo Plano de Ação.

A proposta da Andima de redução de tributação do investidor estrangeiro para aplicações em renda fixa está apresentada no documento distribuído: “ Participação do Investidor Estrangeiro na Dívida Pública”.

O encaminhamento e aprovação no Congresso do novo modelo de previdência complementar do servidor público, permanecerá como uma das prioridades para 2006, embora reconheçamos as dificuldades decorrentes do ano eleitoral.

A nova interpretação de alguns setores da justiça de incluir as demandas relativas aos fundos de pensão no código de defesa do consumidor, deverá ser objeto de um trabalho de esclarecimento, à semelhança das questões relativas a desconsideração da personalidade jurídica.

Importante será, também, analisar de que forma a discussão da reforma política poderá ser retomada no âmbito da academia.

Em resumo, já temos os seguintes pontos para o nosso Plano de Ação 2006:

ITEM	AÇÃO	ENTIDADES
1	<p><b>ISENÇÃO DO IMPOSTO DE RENDA A PESSOAS FÍSICAS NA VENDA DA CARTEIRA PARA AQUISIÇÃO DE NOVAS AÇÕES EM OFERTAS PRIMÁRIAS</b></p> <p>Consiste na extensão às pessoas físicas investidores em mercado de ações, dos benefícios de isenção do Imposto de Renda concedidos aos proprietários de imóveis pela “MP do Bem”.</p> <p>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 do imposto de renda sobre ganhos de capital.</p>	BOVESPA
2	<p><b>TRIBUTAÇÃO DOS RENDIMENTOS PERIÓDICOS EM TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS DE RENDA FIXA</b></p> <p>Em carta endereçada ao Secretário da Receita Federal – Sr. Jorge Antonio Deher Rachid sugeriu, a exemplo do tratamento dos fundos de investimentos, de que os rendimentos periódicos sejam tributados à alíquota de 15% no momento de sua percepção, a título de antecipação do imposto.</p>	ANDIMA
3	<p><b>IOF SOBRE OPERAÇÕES, ATÉ 30 DIAS, RELATIVAS A TÍTULOS OU VALORES MOBILIÁRIOS, QUOTA DE FUNDO DE INVESTIMENTO OU DE CLUBE DE INVESTIMENTO</b></p> <p>Em carta enviada ao Ministro Antonio Palocci Filho, a ANDIMA sugere que a revogação do IOF nas operações, até 30 dias, com títulos e valores mobiliários, faça parte do conjunto das medidas tributárias.</p>	ANDIMA
4	<p><b>NÃO INCIDÊNCIA DO PIS/COFINS</b></p> <p>O Sr. Alfried Plöger, presidente da ABRASCA, voltou a enfatizar a prioridade da não incidência do PIS/COFINS sobre o pagamento dos juros de capital próprio.</p> <p>Sugere que as receitas financeiras oriundas de juros sobre capital próprio sejam excluídas do parágrafo único do Artigo 1º do Decreto nº 5.164/04, a fim de que elas tenham o mesmo tratamento das demais receitas financeiras.</p>	ABRASCA

ITEM	AÇÃO	ENTIDADES
5	<p><b>TRIBUTAÇÃO DOS FUNDOS DE EMPRESAS EMERGENTES E FUNDOS DE PARTICIPAÇÃO</b></p> <p>Em carta endereçada ao Secretário Executivo do Ministério da Fazenda – Sr. Murilo Portugal, a ABVCAP apresenta o cenário tributário dos fundos de investimento de longo prazo no Brasil – conhecidos como “Venture Capital” e “Private Equity” e regidos pelas Instruções CVM 209 e 391, solicitando a correção na legislação tributária atual.</p>	ABVCAP
6	<p><b>PROJETO DO NOVO MODELO PREVIDENCIÁRIO</b></p> <p>Elaboração de proposta a ser apresentada aos candidatos presidenciais em 2006 e servir de base para um amplo trabalho de sensibilização de formadores de opinião, objetivando encaminhamento ao Congresso em 2007.</p> <p>Elaboração de estudo sobre os impactos fiscais de diferentes estratégias de implementação do novo modelo previdenciário.</p>	ABRAPP, ANAPP, ANBID, ANDIMA, BM&F, BOVESPA, FIPE, FENASEG, IBMEC, IPEA
7	<p><b>PROJETO DE DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA</b></p> <p>Elaboração de um documento sobre o uso e o abuso da desconsideração da personalidade jurídica para ser discutido com as principais autoridades do Poder Judiciário.</p> <p>Realização de seminário para discussão do assunto, inclusive como a desconsideração é utilizada no exterior.</p>	ABVCAP, ABRAPP, ABRASCA, ANBID, BOVESPA, CNI, FEBRABAN, FIESP, IBGC.
8	<p><b>PERMITIR A PARTICIPAÇÃO DIRETA DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS NOS FUTUROS BONDS E ADRs BRASILEIROS</b></p> <p>Com liquidação financeira através da clearing da BM&amp;F nos EUA, a exemplo do que já existe para os contratos agropecuários, desde o ano 2000.</p>	BM&F
9	<p><b>PERMITIR A CARACTERIZAÇÃO DA POSIÇÃO DOS BANCOS</b></p> <p>Pelo critério adotado pelo BC para apuração de risco (global hedge), abandonando o hedge account.</p>	BM&F

ITEM	AÇÃO	ENTIDADES
10	ELIMINAÇÃO DA CPMF NAS OPERAÇÕES DOS CLUBES DE INVESTIMENTO	APIMEC
11	PARTICIPAÇÃO DO INVESTIDOR ESTRANGEIRO NA DÍVIDA PÚBLICA – REDUÇÃO DA TRIBUTAÇÃO	ANDIMA
12	UTILIZAÇÃO DO PLR COMO INSTRUMENTO DE PARTICIPAÇÃO DO TRABALHADOR NO CAPITAL DAS EMPRESAS	FORÇA SINDICAL

## **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.

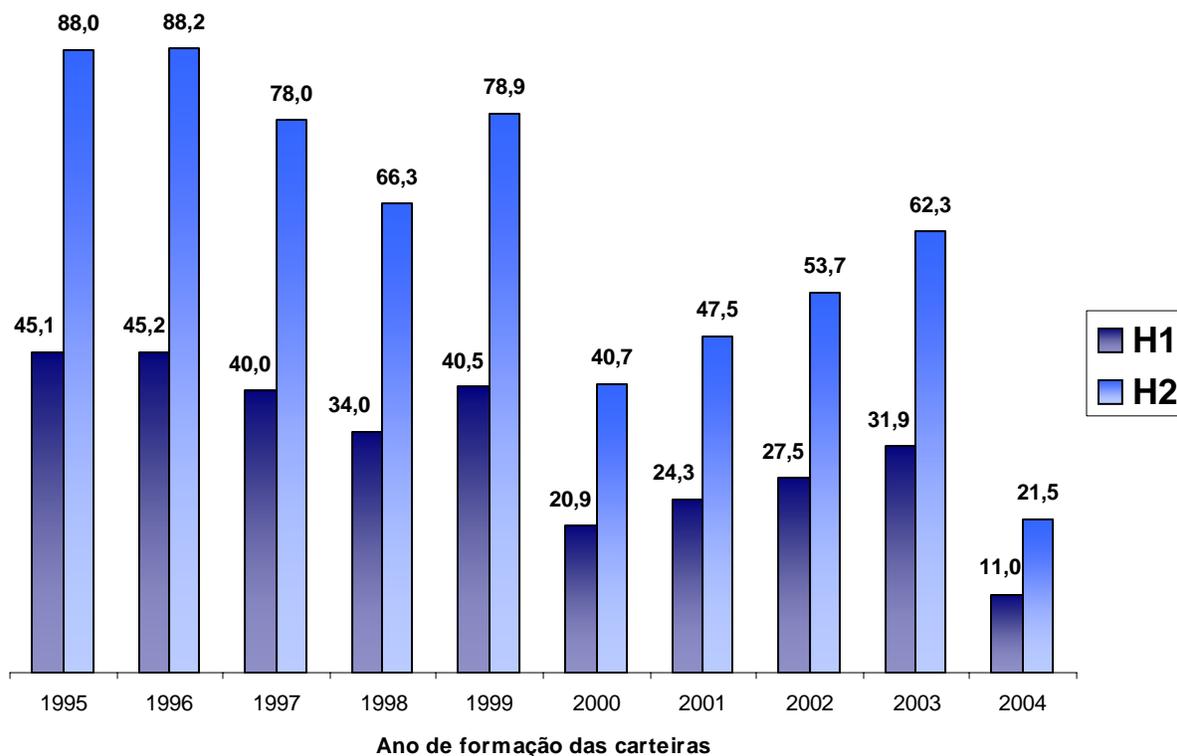
Considerando-se os parâmetros acima descritos, concluímos que a renúncia fiscal em 2006 oscilaria entre as seguintes faixas:

- 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%

<b>Ofertas Primárias em 2004 e 2005</b> (valores em R\$)				
<b>Ano</b>	<b>Empresa</b>	<b>Natureza da Oferta</b>	<b>Volume da Oferta Primária</b>	<b>Volume Total da Oferta</b>
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
<b>TOTAL</b>			<b>6.230.715.571</b>	<b>10.384.517.972</b>
* <i>aberturas de capital</i>				
** <i>dado preliminar</i>				
<b>Média anual ofertas primárias (2004 e 2005)</b>				<b>3.560.408.897</b>
<b>Participação das ofertas primárias na oferta total</b>				<b>60,00%</b>
<b>Cenário hipotéticos de ofertas primárias para 2006</b>				
H1: manutenção da média 2004/2005				<b>3.560.408.897</b>
H2: crescimento de 30% em relação 2004/2005				<b>4.628.531.567</b>
<b>Participação Pessoas Físicas</b>				
H1: participação de 10%				<b>356.040.890</b>
H2: participação em torno de 15%				<b>694.279.735</b>

<b>Estimativa de renúncia fiscal para carteiras formadas nos seguintes anos (R\$ MIL)</b>						
<b>H1: hipótese para o valor das ofertas primárias em 2006:</b>			<b>R\$ 356.041</b>			
<b>H2: hipótese para o valor das ofertas primárias em 2006:</b>			<b>R\$ 694.280</b>			
<b>ANO DE FORMAÇÃO DA CARTEIRA</b>	<b>Valor das carteiras</b>		<b>Ganho de capital</b>		<b>Imposto estimado (renúncia fiscal)</b>	
	<b>H1</b>	<b>H2</b>	<b>H1</b>	<b>H2</b>	<b>H1</b>	<b>H2</b>
<b>1995</b>	R\$ 55.239	R\$ 107.716	R\$ 300.802	R\$ 586.563	R\$ 45.120	R\$ 87.984
<b>1996</b>	R\$ 54.576	R\$ 106.424	R\$ 301.465	R\$ 587.856	R\$ 45.220	R\$ 88.178
<b>1997</b>	R\$ 89.341	R\$ 174.216	R\$ 266.699	R\$ 520.064	R\$ 40.005	R\$ 78.010
<b>1998</b>	R\$ 129.366	R\$ 252.265	R\$ 226.674	R\$ 442.015	R\$ 34.001	R\$ 66.302
<b>1999</b>	R\$ 86.158	R\$ 168.008	R\$ 269.883	R\$ 526.271	R\$ 40.482	R\$ 78.941
<b>2000</b>	R\$ 217.032	R\$ 423.213	R\$ 139.009	R\$ 271.067	R\$ 20.851	R\$ 40.660
<b>2001</b>	R\$ 193.810	R\$ 377.929	R\$ 162.231	R\$ 316.351	R\$ 24.335	R\$ 47.453
<b>2002</b>	R\$ 172.491	R\$ 336.357	R\$ 183.550	R\$ 357.923	R\$ 27.533	R\$ 53.688
<b>2003</b>	R\$ 143.167	R\$ 279.176	R\$ 212.874	R\$ 415.104	R\$ 31.931	R\$ 62.266
<b>2004</b>	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 N° 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%
<b>Rendimento de fundos de vc/pe (5)</b>	<b>34%</b>	<b>22.5% (até 6 meses) até 15% (mais de 24 meses)</b>	<b>22.5% (até 6 meses) até 15% (mais de 24 meses)</b>	<b>fundos fechados não acessíveis ao regime especial</b>
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).