

Reforma tributária

O fim do JCP ou a substituição do mesmo?

Conclusão

Recentemente, intensificaram-se as discussões sobre uma possível extinção dos juros sobre capital próprio (JCP), forma de distribuição de lucros alternativa aos dividendos que gera benefício fiscal. Obviamente, a simples extinção do JCP traria um aumento substancial de impostos para algumas empresas e conseqüentemente um impacto negativo nos lucros. Mas o que parece estar sendo desenhado é uma substituição do JCP pela criação de um outro benefício fiscal substitutivo, uma versão brasileira do *Allowance for Corporate Equity* (ACE), podendo trazer um certo alívio, mesmo que parcial, para as indústrias mais impactadas numa eventual extinção do JCP.

O sistema ACE procura a neutralidade para escolhas de financiamento, sendo um incentivo fiscal usado em alguns países europeus para empresas que escolhem capital em vez da dívida. Em tese com o ACE, as empresas seriam indiferentes entre financiamento de dívida e de capital próprio, pelo menos no que diz respeito às implicações fiscais corporativas.

Em nossa conclusão preliminar sobre o fim do JCP, empresas de capital intensivo com bom nível de lucro seriam as mais impactadas com o fim da JCP devido ao seu método de cálculo (Patrimônio Líquido x TJLP ou 50% do lucro, o que for menor). Entretanto, o modelo ACE prevê uma dedutibilidade do lucro tributável baseada no capital social da empresa (valor investido pelos acionistas colocado à disposição da empresa e não mais de todo o patrimônio líquido) multiplicado por uma alíquota ainda a ser definida.

Ainda existem incertezas quanto ao modelo final a ser considerado no ACE. Um dos pontos a ser discutido é se o capital social considerado vai ser o total ou apenas aquele integralizado após a promulgação da lei, por exemplo. De uma maneira ou de outra, a mera existência de uma compensação em relação ao fim do JCP de ser positivo para as indústrias mais expostas a essa decisão. Em nossos documentos passados relacionados a reforma tributária, os setores de Bancos, Telecomunicações, Energia Elétrica e Saneamento seriam as indústrias mais expostas ao fim do JCP.

Um outro potencial impacto da implementação do ACE pode ser uma queda na distribuição de proventos (JCP e dividendos), pois muitas empresas usam o máximo de JCP para o proveito dos benefícios fiscais.

Eduardo Nishio

eduardo.nishio@genial.com.vc

Vitor Sousa

vitor.sousa@genial.com.vc

Antonio Cozman

antonio.cozman@genial.com.vc

Guilherme Vianna

Guilherme.vianna@genial.com.vc

Felipe Mattar

Felipe.mattar@genial.com.vc

Iago Souza

iago.souza@genial.com.vc

Igor Guedes

Igor.guedes@genial.com.vc

Israel Rodrigues

Israel.rodrigues@genial.com.vc

Lucas Bonventi

Lucas.bonventi@genial.com.vc

Nina Mirazon

Nina.mirazon@genial.com.vc

Vinicius Esteves

Vinicius.esteves@genial.com.vc

Wagner Biondo

Wagner.biondo@genial.com.vc

Ygor Araujo

Ygor.araujo@genial.com.vc

Os fatos

O governo e os congressistas estão em meio a discussões relacionada uma ampla reforma tributária. Dada a complexidade da reforma, as propostas e aprovações estão acontecendo em etapas. No início do ano, o congresso aprovou a parte da reforma relacionada aos impostos sobre consumo onde, os impostos que atualmente incidem sobre consumo (IPI, PIS/Pasep, Cofins, ICMS e ISS) seriam substituídos por uma alíquota única, chamada de IVA (Impostos sob Valor Agregado). No dia 03 de julho de 2023 publicamos um longo documento com as nossas opiniões sobre a proposta (acesso ao relatório IVA: [“Reforma Tributária | O que achamos da proposta atual?”](#)).

Além do IVA, existem vários outros temas em discussão, entre eles destacamos: (i) taxação dos dividendos distribuídos, e (ii) fim dos juros sobre capital próprio (JCP). O primeiro ponto diz respeito ao alinhamento de uma prática internacional entre as economias desenvolvidas, que tributa os proventos. Já o segundo, JCP, é considerado um benefício fiscal debatível por alguns que buscaria trazer um tratamento mais equânime ao uso do capital próprio.

Ao longo dos últimos anos, vários modelos foram debatidos como o fim do JCP mas com uma diminuição da alíquota de imposto de renda. Entretanto, um novo fator foi adicionado ao debate relacionado ao tema “juros sob capital próprio”: ao invés de simplesmente ser eliminado, uma alternativa aos juros sob capital próprio, criar algum benefício fiscal substitutivo para as empresas – ou seja, se o maior risco era a simples eliminação de tal benefício, a substituição por outra ferramenta deve trazer algum alento aos casos com maior exposição ao fim do JCP.

A ferramenta que viria a substituir o JCP seria um instrumento aplicado em alguns países da Europa chamado “*Allowance for Corporate Equity*” (ACE) – Benefício para Capital Corporativo ou Dedução para Capital Corporativo, em uma tradução livre. Daremos maiores detalhes sobre esse instrumento nos próximos tópicos.

O que era esperado antes?

Do ponto de vista do impacto das ações, acreditamos que o fim do JCP seja algo negativo. Tal benefício reduzia a alíquota de impostos a serem pagos pelas empresas e remunerava os investidores de maneira similar a uma distribuição de dividendos.

Em linhas gerais, considerando o método de cálculo para estimativa do JCP (patrimônio líquido x TJLP limitados a 50% do lucro antes de imposto ao ano), vemos os segmentos que **são de capital intensivo mais expostos ao fim de tal benefício**. Em nossa análise, as empresas do setor bancário, telecomunicações, energia elétrica e saneamento seriam as mais afetadas. No governo do ex-presidente Jair Bolsonaro, a proposta do fim do JCP e tributação de dividendos estava sendo discutida já com algumas propostas de corte de alíquotas. Sendo assim, conseguíamos estimar o impacto marginal nas diversas empresas. Para maiores informações, leiam os nossos relatórios sob o tema: [“Impacto da Reforma Tributária: Separando o Joio do Trigo”](#) e [“Nova Proposta da Reforma Tributária: Tirando o Bode da Sala”](#).

Os principais setores com seus lucros negativamente impactados sem nenhuma contrapartida clara seriam: bancos, telecomunicações, energia elétrica e saneamento.

Como deve ficar agora?

De acordo com a proposta a ser encaminhada, o JCP seria substituído pelo ACE, um incentivo fiscal que teria como objetivo fazer com que as empresas utilizassem mais recursos próprios (ou seja, capital do acionista) do que recursos de terceiros (dívida corporativa).

Desta forma, **o ACE procura dar o mesmo benefício fiscal para as empresas que usam instrumentos capital próprio para financiar suas operações das empresas que usam dívida, já que os juros da dívida são deduzidos do lucro tributável, reduzindo a base de cálculo tributário.** Indiretamente, o efeito pode ser benéfico para a estabilidade financeira das empresas e para a economia em geral, pois reduz a dependência de endividamento e aumenta a resiliência financeira.

O benefício fiscal a ser aplicado seria uma alíquota (a ser anunciada) em relação ao capital próprio da empresa. Entretanto existem alguns detalhes a serem anunciados:

1. **Qual a alíquota?** No JCP, a alíquota que incide sobre o patrimônio líquido é a Taxa de Juros de Longo Prazo. A TJLP é definida pelo Conselho Monetário Nacional e atualmente está em 7%. Ainda não sabemos se a TJLP vai ser mantida ou substituída por algum outro indicador (SELIC, por exemplo).
2. **Sob qual base?** De acordo com a experiência de outros países (mais detalhes adiante), a base utilizada pode ser o capital social da empresa (uma das subcontas do Patrimônio Líquido) ao invés do patrimônio líquido como um todo. O objetivo seria limitar o benefício fiscal apenas ao capital que é colocado à disposição da empresa, sem considerar as demais contas que compõe o patrimônio líquido além do capital social (reservas de capital, reservas de lucro, dividendos a pagar e ações em tesouraria).
3. **Capital novo ou todo capital?** Outra possibilidade, seria a incidência de tal benefício apenas **no novo capital integralizado ao capital social da empresa a partir da promulgação da lei.** Ou seja, para fins de cálculo do benefício fiscal, existiria uma diferenciação entre o “capital velho” (existente antes da promulgação da lei) e o capital novo (a ser apropriado após a promulgação da lei).
4. **Incidência sobre a variação do Patrimônio Líquido entre um ano e outro.** Nesse formato, o benefício fiscal seria calculado considerando **apenas a variação do patrimônio líquido entre um ano e outro** e não de maneira cumulativa, como é hoje no JCP.

Essencialmente, quanto mais próximo o ACE for dos termos do JCP (patrimônio líquido total x TJLP), melhor deverá ser para as empresas sob nossa cobertura, principalmente aquelas indústrias mencionadas anteriormente (bancos, telecomunicação, energia elétrica e saneamento). Como o objetivo de toda reforma é exatamente em mudar as coisas como elas são, achamos pouco provável a materialização do cenário mais otimista, mas a criação de uma ACE, ameniza a extinção do JCP sem nenhuma outra contrapartida. Eventualmente, o que podemos notar irá ser um repasse desses maiores custos de impostos para o consumidor final através de maiores preços, obviamente sujeitos a fatores concorrenciais e regulatórios como controle de preços (exemplo, taxas bancárias fixadas do consignado INSS).

Experiências internacionais

Outros países ao redor do mundo, principalmente na Europa, adotam ou adotaram regimes semelhantes ao JCP, conhecidos como ACE ou NID. Mais recentemente também vimos o caso de rejeição de uma proposta de adoção do ACE na França pela assembleia legislativa, dado o

impacto fiscal negativo da proposta. Abaixo descrevemos alguns dos regimes tributários semelhantes em países selecionados.

País	Nome do Benefício	Base	Taxa de referência	Comentários
Brasil	JCP	Patrimônio Líquido	TJLP	Calculada em relação ao patrimônio líquido multiplicado pela TJLP ou a 50% do lucro da empresa (o que for menor)
Bélgica	NID ⁽¹⁾	Patrimônio Líquido ajustado	0% a 0,443%	<p>"Forma mais próxima ao ACE teórico e válida no país desde 2006</p> <p>Patrimônio líquido ajustado: é o patrimônio líquido cf. balanço, deduzido das ações em tesouraria, investimentos em participação, alguns ativos imobilizados</p> <p>PMEs têm um benefício de 0,5p.p. sobre a taxa de referência</p> <p>Taxa de referência varia. Para 2023, apenas PMEs conseguem usufruir do benefício com uma taxa de 0,443%. Em 2013, a taxa era de 3% e 3,5% para PMEs"</p>
Itália	ACE ⁽²⁾ / Super ACE	Patrimônio líquido novo	1,6% (2017); 1,5% (2018); 1,3% (2019+)	<p>"Em 2021, aumentos de capital até €5m estão aptos a usufruir do super ACE cuja taxa de referência é de 15%. O benefício máximo do Super ACE é de até €180k</p> <p>Patrimônio líquido novo: Variação do patrimônio líquido no ano, reduzido de dividendos, investimento em controlados e certos M&As"</p>
Chipre	NID	Patrimônio novo	Taxa de juros de 10 anos do Chipre + 5%	<p>Patrimônio novo é definido como:</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) empréstimos e outros instrumentos de dívida convertidas, (2) Créditos de acionistas convertidos, (3) Aumento de capital, (4) Capitalização de reservas após aprovação da reforma
França	N/A	Patrimônio líquido novo	5% a 7%	<p>"Senado francês propôs a equalização entre financiamento por dívida/equity apenas para capital novo entre 2021 e 2023 (proposto em junho/2021)</p> <p>Assembleia Nacional bloqueou a proposta (julho/2021) devido ao seu custo significativo (até €6,5b) para o orçamento francês</p> <p>Patrimônio líquido novo: variação de patrimônio líquido entre o ano corrente e o patrimônio líquido no final de 2020, limitado ao patrimônio líquido adicional entre jun/2021 e dez/2023</p> <p>Limite de dedução de CSLL do maior entre €3m ou 30% do EBITDA taxável"</p>

Notas: (1) Notional Interest Deduction. (2) Allowance for Corporate Equity.

Fontes: Genial, PwC, Deloitte, Agenzia Entrate, IMF, FPS Finance Belgium.

Disclaimer

A Genial pode fazer negócios com empresas que constam nos seus relatórios de pesquisa. Como resultado, os investidores devem estar cientes de que a empresa pode ter um conflito de interesses que poderia afetar a objetividade deste relatório. Os investidores devem considerar este relatório como apenas um dos fatores na tomada de sua decisão de investimento. Para as declarações do analista e outros disclaimers importantes, consulte a Seção de Disclaimers, localizada no final deste relatório.

1. DISCLAIMER GERAL

Este relatório foi produzido pelo departamento de Research da Genial. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Genial. A Genial não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

Este relatório de Research destina-se à distribuição somente em circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório de Research não leva em consideração os objetivos específicos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer indivíduo em especial, mesmo quando enviado a um único destinatário. Este relatório de Research não se propõe a ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos aqui referidos. Nem a Genial nem qualquer um de seus conselheiros, diretores, funcionários ou representantes terá qualquer responsabilidade decorrente de qualquer erro, imprecisão ou imperfeição de fato ou opinião contida neste relatório, ou será responsabilizado por quaisquer perdas ou danos que possam surgir a partir da utilização deste relatório de Research.

A Genial poderá contar com barreiras de informação, tais como "chinese walls", para controlar o fluxo de informações dentro de suas áreas, unidades, divisões, grupos ou afiliadas.

O desempenho passado não é necessariamente um indicador de resultados futuros e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita pela Genial em relação ao desempenho futuro. Rendimentos de aplicações podem variar. O preço ou valor dos investimentos aos quais este relatório de Research se refere, direta ou indiretamente, podem cair ou subir contra o interesse dos investidores. Qualquer recomendação ou opinião contida neste relatório de pesquisa pode se tornar desatualizada em consequência de alterações no ambiente em que o emitente dos valores mobiliários sob análise atua, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas.

2. DECLARAÇÕES DO ANALISTA

O analista de investimento declara que as opiniões contidas nesse relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma, inclusive em relação a GENIAL.

A remuneração dos analistas está, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela GENIAL.

Além disso, o analista certifica que nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será direta ou indiretamente relacionada com as recomendações ou opiniões específicas expressas neste relatório de Research.

A remuneração do analista não se baseia nas receitas de outras empresas de grupo, mas pode, no entanto, derivar de receitas oriundas dos negócios e operações financeiras da GENIAL, suas afiliadas e/ou subsidiárias como um todo. A remuneração paga aos analistas é de responsabilidade exclusiva da GENIAL.

O analista declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e atende às exigências da Resolução CVM nº 20/2021.

O analista declara que pode ser diretamente, em nome próprio, titular de valores mobiliários objeto do presente relatório.

Salvo disposição em contrário, os indivíduos listados na capa deste relatório são analistas devidamente credenciados.

3. DECLARAÇÕES DA EMPRESA

A Genial, suas afiliadas, coligadas, controladoras e/ou subsidiárias têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação aos emissores ou aos valores mobiliários objetos da análise.

4. DISCLOSURES ADICIONAIS

(i) Este documento foi preparado pelo Research da Genial e é publicado com o único propósito de fornecer informações sobre as empresas e seus valores mobiliários.

(ii) As informações contidas neste documento são fornecidas apenas para fins informativos e não constituem uma oferta para comprar ou vender, e não devem ser interpretadas como uma solicitação para adquirir quaisquer valores mobiliários em qualquer jurisdição. As opiniões aqui expressas, no que diz respeito à compra, venda ou detenção de valores mobiliários, ou com relação à ponderação de tais valores mobiliários numa carteira real ou hipotética, são baseadas em uma análise cuidadosa feita pelos analistas que elaboraram este relatório e não devem ser interpretadas por investidores como recomendações para qualquer decisão de investimento. A decisão final do investidor

deve ser tomada levando em consideração todos os riscos e as taxas envolvidas. Este relatório é baseado em informações obtidas de fontes públicas primárias ou secundárias, ou diretamente das empresas, e é combinado com estimativas e cálculos elaborados pela GENIAL. Este relatório não pretende ser uma declaração completa de todos os fatos relevantes relacionados a qualquer estratégia da empresa, indústria, segurança ou mercado mencionados. As informações foram obtidas de fontes consideradas confiáveis; a GENIAL não faz nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, quanto à integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento são baseadas em dados atuais e estão sujeitas a alterações. Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. A GENIAL não está obrigada a atualizar ou revisar este documento, ou a avisar sobre quaisquer alterações em tais dados.

(iii) Os valores mobiliários discutidos neste relatório, bem como as opiniões e recomendações contidas neste documento, podem não ser apropriados para todo tipo de investidor. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de um determinado investidor. Os investidores que desejam comprar, vender ou investir em títulos que são abrangidos por este relatório devem procurar aconselhamento financeiro independente que leve as características individuais e necessidades em consideração, antes de tomar qualquer decisão de investimento em relação aos valores mobiliários em questão. Cada investidor deve tomar decisões de investimento independentes depois de analisar cuidadosamente os riscos, taxas e comissões envolvidas. Se um instrumento financeiro for denominado numa moeda diferente da moeda do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar adversamente o preço ou valor, ou da renda derivada do instrumento financeiro e o leitor deste relatório assume todos os riscos cambiais. Resultados com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento. O desempenho passado não necessariamente indica resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é aqui feita sobre o desempenho futuro. Portanto, a GENIAL, suas empresas afiliadas, e os analistas envolvidos neste relatório não assumem qualquer responsabilidade por qualquer perda direta, indireta ou decorrente do uso das informações contidas no presente, e qualquer pessoa que use este relatório se compromete a indenizar irrevogavelmente a GENIAL e suas afiliadas por quaisquer reclamações e demandas.

(iv) Os preços neste relatório são considerados confiáveis a partir da data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes expressamente especificadas junto aos dados relevantes; (ii) preço cotado no principal mercado regulamentado para o ativo em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; ou (iv) dados de propriedade da GENIAL ou disponíveis para a GENIAL.

(v) Nenhuma garantia expressa ou implícita é fornecida em relação à exatidão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas à GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas. Em todos os casos, os investidores deverão realizar sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação a títulos ou mercados que são analisados neste relatório.

(vi) A GENIAL não faz declarações neste documento de que os investidores vão obter lucros. A GENIAL não vai compartilhar com os investidores os lucros de investimento, nem aceita qualquer responsabilidade por eventuais perdas de investimento. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência na tomada de suas decisões de investimento. A GENIAL não aceita deveres fiduciários em nome dos destinatários deste relatório. Este relatório não deve ser considerado como substituto para o exercício de julgamento independente do destinatário. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas refletem a opinião atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório a partir da data em que foi emitido e são, portanto, sujeitas a mudanças sem aviso prévio e podem diferir ou ser contrárias a opiniões expressas por outras áreas de negócios da GENIAL, como resultado da utilização de diferentes critérios e hipóteses. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento.

(vii) Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, a GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas podem ter publicado ou podem vir a publicar outros relatórios que não apresentem uniformidade e/ou cheguem a conclusões diferentes daquelas aqui contidas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma garantia de que os assuntos nelas referidas de fato ocorrerá. O preço e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. Resultado com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente.

(viii) Este documento não pode ser: (a) fotocopiado ou duplicado de qualquer forma, no todo ou em parte, e/ou (b) distribuído sem o prévio consentimento por escrito da GENIAL. A GENIAL não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

(ix) Nem a GENIAL nem quaisquer de suas afiliadas ou seus respectivos diretores, funcionários ou agentes, aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano resultante do uso de toda ou qualquer parte deste relatório.

(x) Genial Investimentos é a plataforma de negociações da Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários, uma empresa do Grupo Genial.