

Incorporação de ações.
Natureza jurídica, aspectos
societários e tributários.
Acionista pessoa física.

Lívia da Silva Queiroz



Sumário

1. Realização da renda
2. *Lock up*



1. Realização da Renda

1.1 Realização da renda como princípio

Capacidade contributiva x Segurança jurídica:

Dimensão Temporal



1. Realização da Renda

1.2 Noção de renda

1.2.1 Histórico

- Tributação de determinados rendimentos;
- Tributação da renda: séc. XIX Reino Unido (1799); Itália (1864) e Prússia (1851); séc. XX EUA (1913) França (1914), **Brasil (1922)**.

1.2.2 Teorias sobre a renda

1.2.2.1 Teoria das fontes: **renda-produto**

1.2.2.2 Teoria do acréscimo patrimonial: **renda-acréscimo**



1. Realização da Renda

1.2 Noção de renda

1.2.2 Teorias sobre a renda

1.2.2.1 Teoria das fontes: **renda-produto**

- (a) Periodicidade
- (b) Manutenção da fonte
- (c) Produtividade

Hermann: *Bens econômicos (geradores de satisfação) que adentram a disponibilidade de um indivíduo em um determinado intervalo de tempo sem prejudicar a fonte de produção*



1. Realização da Renda

1.2.2.1 Teoria do acréscimo-patrimonial: **renda-acréscimo**

(a) **George V. Schanz:** aumento do poder econômico do indivíduo durante um certo período de tempo (1), incluindo lucros realizados (4) a partir da troca (2) de bens e benefícios derivados da utilização desses bens e de sua valorização. Limitada pela condição monetária.

(b) **R. M. Haig:** Acréscimo do poder de um indivíduo de satisfazer suas vontades em um dado período, através de dinheiro ou outras coisas suscetíveis de avaliação em dinheiro (3).

(c) **Henry Simons:** (i) acréscimo no valor dos direitos de propriedade detidos dentro do período(4) (ii) valor dos direitos exercidos pelo consumo.(4)

Modelo SHS

1. Realização da Renda

1.3 Noção de renda na Constituição e no CTN

1.3.1 Conteúdo mínimo do conceito constitucional de renda

a) Artigos 145, §1º e 153, III, §2º, I

b) Repartição de competências tributárias

c) Contexto histórico: art. 43 do CTN

1.3.2 Acréscimo patrimonial + universalidade x
Praticabilidade (valoração e identificação)

1.3.3 Elementos essenciais: *renda líquida; apuração periódica; monetarização e realização da renda*



1. Realização da Renda

1.4 Realização da renda na CF/88 e no CTN

1.4.1 CF/88 - realização da renda como princípio: *diretriz geral de alocação temporal de receitas e despesas, observadas condições mínimas (impostas por outros princípios constitucionais ou pela praticabilidade).*

1.4.2 CTN - critérios de realização não explícitos, mas inferíveis:

- (a) Relações com **direito civil**
- (b) Relações com a **contabilidade**



1. Realização da Renda

1.4 Realização da renda na CF/88 e no CTN

1.4.2 CTN - critérios de realização não explícitos, mas inferíveis:

(a) Relações com **direito civil**

i – noção de **patrimônio** – aquisição de direito com dimensão patrimonial (art. 116, CTN).

ii – eleição de **evento crítico** - situação concluída e definitiva segundo o direito aplicável (todas as condições geradoras do acréscimo patrimonial estão presentes)

Enfoque no acréscimo de valor - causa econômica geradora da renda ou enfoque no evento crítico momento específico da atividade econômica



1. Realização da Renda

1.4 Realização da renda na CF/88 e no CTN

1.4.2 CTN - critérios de realização não explícitos, mas inferíveis:

(b) Relações com o **direito contábil**

- i – disponibilidade jurídica ou econômica: regime de competência ou caixa;
- ii – definição de regime de competência;
- iii – a tributação seguirá os critérios contábeis para apuração da riqueza em regra;
- iv - princípios da contabilidade geralmente aceitos



1. Realização da Renda

1.4 Realização da renda na CF/88 e no CTN

1.4.2 CTN - critérios de realização não explícitos, mas inferíveis:

(a) Relações com o **direito contábil**

iv - princípios da contabilidade geralmente aceitos:

I - Continuidade

II - Prudência

III - Objetividade



1. Realização da Renda

1.4 Elementos da realização da renda:

(por Bulhões Pedreira)

- I – conversão em direitos que acresçam ao patrimônio da empresa;
- II – procedimento desta conversão mediante troca em mercado;
- III – cumprimento de obrigação que decorre desta troca;
- IV – mensurabilidade e liquidez dos direitos recebidos em troca.



1. Realização da Renda

1.4 Identificação dos elementos da realização da renda na incorporação de ações:

I – conversão em direitos que acresçam ao patrimônio da empresa: *os direitos sobre as ações crescem ao patrimônio dos acionistas*

II – procedimento desta conversão mediante troca em mercado: *a conversão decorre de uma transação em mercado.*

III – cumprimento de obrigação que decorre desta troca: *a contraprestação ao recebimento das ações em pagamento é a entrega das ações então devidas para incorporação.*

IV – mensurabilidade e liquidez dos direitos recebidos em troca: *as ações recebidas tem seu valor redutível à expressão monetária*



2. *Lock up*

2.1 Definição

2.2 Objetivos

2.2.1 Preservação de valor

2.2.2 Alinhamento de interesses

2.3 Repercussões tributárias do *lock up*

2.3.1 *Lock up* e realização da renda

2.3.2 *Lock up* e base de cálculo



2. *Lock up*

2.3 Repercussões tributárias do *lock up*

2.3.1 *Lock up* e realização da renda

- (a) verificação dos elementos em caso de *lock up*
- (b) restrição de direito x “propriedade parcial”



2. *Lock up*

2.3 Repercussões tributárias do *lock up*

2.3.1 *Lock up* e base de cálculo

- (a) avaliação de ativos – valor histórico, valor de liquidação e valor de mercado;
- (b) valor de mercado e fluxo de caixa futuro;
- (c) modelo de fluxos de caixa descontados:



2. *Lock up*

2.3 Repercussões tributárias do *lock up*

2.3.1 *Lock up* e base de cálculo

(c) modelo de fluxos de caixa descontados – noção:

5.2.1 Modelos de Fluxo de Caixa descontado

“FCDs têm por premissa um dos mais fundamentais princípios das finanças societárias: O valor de uma empresa hoje é igual ao valor presente do fluxo de caixa futuro (porém incerto) a ser gerado pelas operações da empresa descontado de uma taxa que reflita o risco (ou a incerteza) desses fluxos de caixa.”
(Valuation for mergers and Acquisitions. Second Edition. 2013. Pearson Education, em tradução livre)



2. Lock up

2.3 Repercussões tributárias do *lock up*

2.3.1 *Lock up* e base de cálculo

(c) modelos de fluxos de caixa utilizados no caso concreto – CASO A

1. Introdução

2. Sumário executivo

3. Descrição do mercado

4. Descrição das companhias

4.1 Perdigão S.A.

4.2 [REDACTED]

5. Preços de mercado e dados gerais do Laudo de Avaliação

6. Avaliação da Perdigão

6.1. Fluxo de caixa descontado

6.2. Valor do patrimônio líquido contábil

6.3. Preço médio ponderado pelo volume de negociação das ações na BOVESPA

7. Avaliação da Sadia

7.1. Fluxo de caixa descontado

7.2. Valor do patrimônio líquido contábil

7.3. Preço médio ponderado pelo volume de negociação das ações na BOVESPA

8. Análise da relação de substituição

Apêndice A. Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) das companhias

Apêndice B. Descrição das metodologias de avaliação utilizadas

Apêndice C. Termos e definições utilizados no laudo de avaliação

2. Lock up

2.3 Repercussões tributárias do *lock up*

2.3.1 *Lock up* e base de cálculo

(c) modelos de fluxos de caixa utilizados no caso concreto – CASO A

Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) Cálculo do beta do setor

Exatidão de 5 dígitos local para cada empresa

Empresa	País	Beta Ajustado ⁽¹⁾	Dívida Líquida ⁽²⁾	Valor das Ações ⁽³⁾	Dívida Líquida / Valor das Ações	Alíquota de Imposto ⁽⁴⁾	Fator de Ajustamento	Beta Desajustado
Empresas Brasileiras								
Predigo	Brazil	1,414	3.376	7.035	50,8%	20,0%	1,41	1,01
Sadia	Brazil	1,408	7.835	2.951	265,5%	20,0%	3,12	0,45
Proteínas								
Tyson Foods Inc. (CIA)	EUA	1,220	2.046	4.058	50,4%	40,0%	1,22	1,00
Smithfield Foods Inc.	EUA	1,988	3.825	1.878	203,7%	40,0%	2,22	0,89
Pilgrim's Pride Corp.	EUA	2,088	1.880	300	627,0%	40,0%	4,76	0,44
Comidas Processadas								
Nestle S.A.	Suíça	0,695	15.040	131.483	11,4%	21,3%	1,09	0,64
Kraft Foods S.A.	EUA	0,591	19.044	36.907	51,6%	40,0%	1,31	0,45
H.J. Heinz Company	EUA	0,570	5.192	11.226	46,2%	40,0%	1,28	0,45
Bears Lee Corporation	EUA	0,982	2.315	6.636	34,8%	40,0%	1,21	0,75
ConAgra Foods, Inc.	EUA	0,717	3.488	8.211	42,5%	40,0%	1,25	0,57
Harrell Foods Corp.	EUA	0,417	295	4.446	6,6%	40,0%	1,04	0,40
Associated British Foods	Reino Unido	0,746	1.459	6.017	24,3%	20,0%	1,17	0,64
Laticínios								
Dean Foods Co.	EUA	0,639	4.453	2.949	151,0%	40,0%	1,91	0,34
Group Danone	França	0,650	8.060	13.798	58,4%	33,3%	1,39	0,47
Borden S.A.	França	0,682	291	458	63,6%	33,3%	1,42	0,48
Dairy Crest Group PLC	Reino Unido	1,048	318	274	115,7%	20,0%	1,81	0,58
		Média					1,73	0,60
		Mediana					1,30	0,52

(1) Fator Beta Beta (Predicted Beta).

(2) Fator Divergências financeiras das companhias, em moeda local.

(3) Fator Bookings, em moeda local. Atualizado em 19/05/09.

(4) Fator KPMG's Corporate and Industry Tax Rate Survey 2006. Para Predigo e Sadia considera a alíquota efetiva lançada pelas companhias.



2. Lock up

2.3 Repercussões tributárias do *lock up*

2.3.1 *Lock up* e base de cálculo

(c) modelos de fluxos de caixa utilizados no caso concreto – CASO B

4. METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO

ABORDAGEM DA RENDA: FLUXO DE CAIXA

Esta metodologia define a rentabilidade da empresa como sendo o seu valor operacional, equivalente ao valor descontado do **fluxo de caixa líquido futuro**.

Este fluxo é composto pelo lucro líquido após impostos, acrescidos dos itens não caixa (amortizações e depreciações) e deduzidos investimentos em ativos operacionais (capital de giro, plantas, capacidade instalada etc.).

O período projetivo do fluxo de caixa líquido é determinado levando-se em consideração o tempo que a empresa levará para apresentar uma atividade operacional estável, ou seja, sem variações operacionais julgadas relevantes. O fluxo é então trazido a valor presente, utilizando-se uma **taxa de desconto**, que irá refletir o risco associado ao mercado, empresa e estrutura de capital.

FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO

Para o cálculo do fluxo de caixa líquido utilizamos como medida de renda o Capital Investido, onde:



2. Lock up

2.3 Repercussões tributárias do lock up

2.3.1 Lock up e base de cálculo

(c) modelos de fluxos de caixa utilizados no caso concreto – CASO B

TAXA DE DESCONTO

A taxa de desconto a ser utilizada para calcular o valor presente dos rendimentos determinados no fluxo de caixa projetado representa a rentabilidade mínima exigida pelos investidores, considerando que a empresa será financiada parte por capital próprio, o que exigirá uma rentabilidade maior que a obtida numa aplicação de risco padrão, e parte por capital de terceiros.

Esta taxa é calculada pela metodologia WACC - Weighted Average Cost of Capital, modelo no qual o custo de capital é determinado pela média ponderada do valor econômico dos componentes da estrutura de capital (próprio e de terceiros), descrito a seguir.

VALOR DA EMPRESA

O fluxo de caixa líquido do Capital Investido é gerado pela operação global da empresa, disponível para todos os financiadores de capital, acionistas e demais investidores. Sendo assim para a determinação do valor dos acionistas é necessária a dedução do endividamento geral com terceiros.

Outro ajuste necessário é a inclusão dos ativos não operacionais, ou seja, aqueles que não estão consolidados nas atividades de operação da empresa, sendo acrescidos ao valor operacional encontrado.

Custo do capital próprio	$Re = Rf + \text{beta} \cdot (Rm - Rf) + Rs + Rp$
Rf	Taxa livre de risco - baseado na taxa de juros anual do Tesouro Americano para títulos de 30 anos líquida da inflação americana de longo prazo.
Rp	Risco País - representa o risco de se investir num ativo no país em questão em comparação a um

	investimento similar em um país considerado seguro.
Rm	Risco de mercado - mede a valorização de uma carteira totalmente diversificada de ações para um período de 30 anos.
Rs	Prêmio de risco pelo tamanho - mede o quanto o tamanho da empresa a torna mais arriscada.
beta	Ajusta o risco de mercado para o risco de um setor específico.
beta alavancado	Ajusta o beta do setor para o risco da empresa.

Custo do capital de terceiros	$Rd = Rf \cdot (*) + \text{alfa} + Rp$
Rf (*)	Taxa livre de risco - baseado na taxa de juros anual do Tesouro Americano para títulos de 10 anos, líquida da inflação americana.
Alfa	Risco Específico - representa o risco de se investir na empresa em análise.

Taxa de desconto	$WACC = (Re \cdot We) + (Rd \cdot (1 - t)) \cdot Wd$
Re =	Custo do capital próprio.
Rd =	Custo do capital de terceiros.
We =	Percentual do capital próprio na estrutura de capital.
Wd =	Percentual do capital de terceiros na estrutura de capital.
T =	Taxa efetiva de imposto de renda e contribuição social da companhia.

Documento assinado digitalmente. Pode ser consultado no endereço eletrônico: www.tribunal.com.br ou pelo código de localização EP18.DI17.16563.85LY. Consulte o manual de uso.



2. Lock up

2.3 Repercussões tributárias do lock up

2.3.1 Lock up e base de cálculo

“A versão dos FCD mais comumente usada é a conhecida como modelo do fluxo de caixa livre da firma, ou modelo do custo médio ponderado do capital (WACC). Ela provê uma estimativa do valor total da empresa baseado nos fluxos de caixa livre (FCL) da firma descontados do custo médio ponderado do capital (WACC). Os FCLs da firma são todos os fluxos de caixa decorrentes das operações e disponíveis para todos os fornecedores de capital, líquido dos investimentos de capital necessário para manutenção da empresa como um negócio. O WACC reflete o “hurdle rate”, a taxa de retorno mínima exigida pelos investidores, baseada no risco de investir na empresa.” (Valuation for mergers and Acquisitions. Second Edition. 2013. Pearson Education, em tradução livre)

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

CF = Cash Flow

r = discount rate (WACC)



2. Lock up

2.3 Repercussões tributárias do *lock up*

2.3.1 *Lock up* e base de cálculo

Custo do capital: “*Em termos econômicos, o custo de capital da empresa é um custo de oportunidade, e representa a taxa de retorno da melhor proposta de investimento disponível de forma alternativa à proposta em consideração, de risco similar.*” (Artigo publicado no 6º Congresso USP de Contabilidade, Alexandre Assaf Neto, Fabiano Guasti Lima e Adirana Maria Procópio de Araujo)

Riscos considerador para determinação da taxa de desconto/custo do capital: R_f – taxa livre de risco; R_p – risco país; R_m – risco de mercado; R_s - prêmio de risco pelo tamanho; beta – ajusta o risco de mercado para o risco específico.



2. *Lock up*

2.3 Repercussões tributárias do *lock up*

2.3.1 *Lock up* e base de cálculo

Conclusão: O *lock up* como fator de risco associado ao mercado de capitais, ao mercado brasileiro e à empresa já foi identificado, mensurado e precificado na determinação do preço pago para aquisição das ações.

