



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE DIREITO
CURSO DE DIREITO

FRANCISCO AFRÂNIO CUNHA

TRIBUTAÇÃO SOBRE DIVIDENDOS NO BRASIL E OS IMPACTOS
SOBRE O PEQUENO INVESTIDOR

FORTALEZA
2021

FRANCISCO AFRÂNIO CUNHA

TRIBUTAÇÃO SOBRE DIVIDENDOS NO BRASIL E OS IMPACTOS SOBRE O PEQUENO
INVESTIDOR

Monografia apresentada ao Curso de Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial à obtenção do Título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Carlos César Sousa Cintra.

FORTALEZA

2021

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca Universitária

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

C978t Cunha, Francisco Afrânio.
TRIBUTAÇÃO SOBRE DIVIDENDOS NO BRASIL E OS IMPACTOS SOBRE O
PEQUENO INVESTIDOR / Francisco Afrânio Cunha. – 2021.
104 f. : il. color.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Federal do Ceará,
Faculdade de Direito, Curso de Direito, Fortaleza, 2021.
Orientação: Prof. Dr. Carlos César Sousa Cintra.

1. Tributação de Dividendos. 2. Bolsa de Valores. 3. Ações. I. Título.

CDD 340

FRANCISCO AFRÂNIO CUNHA

TRIBUTAÇÃO SOBRE DIVIDENDOS NO BRASIL E OS IMPACTOS SOBRE O PEQUENO
INVESTIDOR

Monografia apresentada ao Curso de Direito
da Faculdade de Direito da Universidade
Federal do Ceará, como requisito parcial à
obtenção do Título de Bacharel em Direito.

Aprovada em: _____/_____/_____.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Carlos César Sousa Cintra
(Orientador)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Sidney Guerra Reginaldo
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Hugo de Brito Machado Segundo
Universidade Federal do Ceará (UFC)

*Dedico este singelo trabalho
à memória de todas as vítimas da
pandemia de SARS-COV-2 (COVID 19).*

Autor

AGRADECIMENTOS

Meu agradecimento a Deus que me permitiu a conclusão de um sonho antigo, muito tempo sonhado e agora realizado.

Meus sinceros agradecimentos à minha família: Conceição, Yasmin e Cecília pela longas horas de ausência.

A todos os professores, funcionários e colegas da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará.

Minha gratidão tem a vastidão do mundo e por isso sempre honrarei o nome da Advocacia.

Meus sinceros agradecimentos ao meu Orientador **Professor Dr. Carlos César Sousa Cintra** pela a generosidade em me orientar e em acolher os meus pedidos na condução deste singelo trabalho.

Aos Professores Prof. Dr. Sidney Guerra Reginaldo e Prof. Dr. Hugo de Brito Machado por terem aceitado o meu convite para participar da avaliação deste Trabalho e contribuírem para a sua melhoria.

LISTA DE SIGLAS

ANBIMA- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

B3- Bolsa, Balcão Brasil

CciF- Centro de Cidadania Fiscal

CDB- Certificado de Depósito Bancário

CEOs- Chief Executive Officer

CRI- Certificados de Recebíveis Imobiliários

CVM- Comissão de Valores Mobiliários

DARF- Documento de Arrecadação de Receitas Federais.

ETFs - Exchange Traded Funds

FOF- Funds of funds – fundos de fundos

IPO- Initial Public Offering, em inglês; é uma sigla que significa Oferta Pública Inicial;

INSS- Instituto Nacional de Seguridade Social

LC- Letra de Crédito

LCA- Letra de Crédito Agropecuário

LCI- Letra de Crédito Imobiliário

OCDE- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico ou Económico

PEA- População Economicamente Ativa

LISTA DE FIGURAS

Figura	Descrição da Figura	página
1	Características dos Investidores da B3	18
2	Evolução no número de investidores de renda variável nos últimos 10 anos	19
3	Quantitativo de Investidores na B3 de acordo com a faixa etária	21
4	Percentual (%) de Investidores na B3 de acordo com a faixa etária	21
5	Quantitativo de Investidores de acordo com a população dos países	22
6	Distribuição dos montantes financeiros entre os Investidores na B3 de acordo com a faixa etária	23
7	Patrimônio Médio do Investidor Brasileiro na B3, de acordo com a faixa etária	24
8	Distribuição geográfica pelo Brasil dos Investidores da B3	25
9	Retornos reais totais sobre ações, títulos, letras, ouro e dólar nos Estados Unidos, 1802-2012	28
10	Principais Setores da Bolsa Brasileira	29
11	Tipos de ações disponíveis na B3	31
12	Vantagens de se investir em Empresas que pagam Dividendos	44
13	Comparação de Alíquotas da Tributação dos Dividendos em diversos países em dois momentos distintos 2015 e 2021	58
14	Participação de investidores na B3 em 2021	63
15	Dividendos pagos por fundos de Tijolos nos últimos 12 meses (abr-2020 a abr- 2021). Sem tributação e com 15% de tributação . A linha tracejada é a inflação acumulada em 12 meses (abr-2020 a abr-2021).	67

LISTA DE TABELAS

Tabela	Descrição da Tabela	página
1	Tabela do Imposto de Renda 2021: alíquotas e deduções	85
2	Imposto Progressivo sobre o Patrimônio presente na Bolsa de Pessoas Naturais e Pessoas Jurídicas	90

RESUMO

A tributação de ativos na Bolsa de Valores Brasileira ainda é muito mal entendido e frequentemente leva a conclusões precipitadas. Nas diversas vezes que o tema é abordado os argumentos sempre repetem muito do que já se sabe e não dizem sobre as diversas implicações que essa tributação pode ter, seja para o bem ou para o mal. Acreditamos que muito disso ocorre porque o brasileiro médio ainda conhece muito pouco do mercado financeiro e especificamente a bolsa de valores é uma ilustre desconhecida e muitas das vezes vilipendiada pela imprensa como se fora responsável pelas sucessivas crises brasileiras. Na verdade, a educação financeira ainda é um artigo de luxo para muitos brasileiros e isso impede ou retarda a entrada destes investidores na bolsa de valores. Fizemos análises bibliográfica e exploratória de dados disponíveis sobre a bolsa brasileira e as bolsas internacionais e vamos trazer até aos leitores os ativos mais comuns negociados na bolsa de valores brasileira, suas formas de negociação e como podemos construir um patrimônio no longo prazo. Constataremos usando dados estatísticos que o número de investidores que usufruem dessa forma de riqueza ainda é muito pequeno e que por receio, desconhecimento, falta de recursos ou todos estes fatores associados evitam a B3 como estratégia de investimentos. O objetivo precípuo desse trabalho é fornecer subsídios para que aqueles leitores que desejem usufruir desse mecanismo de produção de riqueza possam usá-lo com um nível de informação confiável. Todo este trabalho é voltado para o pequeno investidor, ou seja, aquele que durante uma vida de trabalho duro, planejou a aposentadoria utilizando a bolsa de valores. Veremos os efeitos dos juros compostos e o poder da acumulação ao longo da vida. Após essas considerações abordaremos os tributos que são aplicados na bolsa de valores brasileira e os que ainda podem ser implantados, como a tributação de dividendos pago pelas empresas. Discutiremos a tributação pelos diversos países, as taxas utilizadas e as propostas legislativas que visam a tributação no Brasil. Devido a tributação de dividendos ser sempre um tema que gera debates calorosos, colecionamos argumentos de ambos os lados para que o leitor possa formar sua opinião e decidir baseado em argumentos racionais e estatísticos. Após essa longa caminhada sugerimos algumas propostas alternativas e complementares à tributação dos dividendos baseado em tudo que foi discutido até essa altura do trabalho. Desde logo avisamos aos leitores que nossos capítulos apesar de articulados entre si podem ser lidos em qualquer ordem, pois eles contêm em nossa humilde visão uma lógica interna inteligível que permite essa dinâmica de leitura. Aqueles leitores que já investem na bolsa terão a oportunidade de rever conceitos e os que não conhecem terão a chance de adentrar neste mundo, também em nossa humilde visão, de bastante oportunidades. Nos esforçamos para fornecer uma leitura agradável com a finalidade de atingirmos os mais variados grupos. A bolsa de valores é um espaço negocial democrático de geração de riqueza e renda e que deve cada dia mais ser popularizado, para que aqueles que desejarem possam usufruir dos seus benefícios. Desejo a todos prazer e aprendizado nessa leitura e que ela seja a fagulha para a sua independência financeira.

Palavras-Chave: Tributação de Dividendos. Bolsa de Valores. Fundos Imobiliários.

ABSTRACT

The taxation of assets on the Brazilian Stock Exchange is still very poorly understood and often leads to hasty conclusions. In the several times that the subject is approached, the arguments always repeat much of what is already known and do not say about the various implications that this taxation can have, whether for good or for bad. We believe that much of this occurs because the average Brazilian still knows very little about the financial market and specifically the stock exchange is an illustrious unknown and often reviled by the press as if it were responsible for the successive Brazilian crises. In fact, financial education is still a luxury item for many Brazilians and this prevents or delays the entry of these investors on the stock exchange. We made bibliographic and exploratory analysis of available data on the Brazilian stock exchange and international stock exchanges and we will bring to readers the most common assets traded on the Brazilian stock exchange, their trading methods and how we can build long-term wealth. Using statistical data, we will verify that the number of investors who enjoy this form of wealth is still very small and that, due to fear, ignorance, lack of resources or all these associated factors, they avoid B3 as an investment strategy. The main objective of this work is to provide subsidies so that those readers who wish to take advantage of this wealth production mechanism can use it with a reliable level of information. All this work is aimed at the small investor, that is, those who, during a life of hard work, planned their retirement using the stock exchange. We will look at the effects of compound interest and the power of accumulation over a lifetime. After these considerations, we will address the taxes that are applied on the Brazilian stock exchange and those that may still be implemented, such as the taxation of dividends paid by companies. We will discuss taxation by different countries, the rates used and the legislative proposals aimed at taxation in Brazil. Because dividend taxation is always a topic that generates heated debates, we collect arguments from both sides so that the reader can form their opinion and decide based on rational and statistical arguments. After this long journey, we suggest some alternative and complementary proposals to the taxation of dividends based on everything that has been discussed so far in the work. We immediately warn readers that our chapters, despite being articulated among themselves, can be read in any order, as they contain in our humble vision an intelligible internal logic that allows this dynamic of reading. Those readers who already invest in the stock exchange will have the opportunity to review concepts and those who do not know will have the chance to enter this world, also in our humble vision, of plenty of opportunities. We strive to provide a pleasant reading in order to reach the most varied groups. The stock exchange is a democratic negotiating space for the generation of wealth and income and which must become more popular every day, so that those who wish to enjoy its benefits. I wish you all pleasure and learning in this reading and that it be the spark for your financial independence.

Keywords: Taxation of Dividends. Stock Exchange. Real Estate Funds.

SUMÁRIO

	página
INTRODUÇÃO	13
Capítulo 1	16
A BOLSA DE VALORES BRASILEIRA: INVESTIDORES, PRINCIPAIS PRODUTOS COMERCIALIZADOS E SUAS CARACTERÍSTICAS	
Capítulo 2	40
FORMAS DE REMUNERAÇÃO DOS ACIONISTAS BRASILEIROS	
Capítulo 3	56
A POLÍTICA DE TRIBUTAÇÃO DE DIVIDENDOS PRATICADA AO REDOR DO MUNDO	
Capítulo 4	64
A POLÍTICA DE TRIBUTAÇÃO UTILIZADA NA BOLSA DE VALORES BRASILEIRA, PROJETOS EM TRAMITAÇÃO NO CONGRESSO NACIONAL E ARGUMENTOS PRÓS E CONTRA ESSA PRÁTICA	
Capítulo 5	82
ALTERNATIVAS A TRIBUTAÇÃO DE DIVIDENDOS NO BRASIL	
CONSIDERAÇÕES FINAIS	95
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	96

INTRODUÇÃO

O ambiente negocial no Brasil não é um dos melhores do mundo, diversos estudos nos falam das dificuldades de se empreender. Não se trata apenas da carga tributária e da complexidade da legislação tributária, acrescente-se a isso a insegurança jurídica e as crises políticas que se sucedem independentemente de governos. A crise política no Brasil é praticamente permanente o que torna o ambiente negocial um desafio, principalmente para os pequenos empreendedores. No nosso trabalho vamos abordar a temática da tributação dos dividendos, pagos por algumas empresas da Bolsa de Valores (B3), para os detentores de ações dessas referidas empresas, com o foco no pequeno investidor.

Uma das nossas primeiras tarefas é definir o que seria um pequeno investidor. Neste trabalho utilizamos os critérios da Receita Federal do Brasil para o ano de 2021. De acordo com as regras estipuladas pela Receita Federal, no IRPF 2021, estão isentas as pessoas que tiveram rendimentos abaixo de R\$ 22.847,76 em 2020 (ano-calendário). O pequeno investidor considerado neste trabalho será aquele que recebeu até R\$ 22.847,76 em 2020, na forma de dividendos. Equivale em média a R\$ 1.903,98 por mês.¹ Para se receber este valor em dividendo considerando um rendimento variando de 0,50%-0,60% a.m, equivalente a 6,17%-7,44% a.a², é necessário possuir investido em renda variável um capital de R\$ 307.000,00 - R\$370.000,00, em ações pagadoras de dividendos ou em fundos imobiliários. Toda aquela pessoa física que recebeu como dividendos de ações ou de fundos imobiliários este valor será considerado neste trabalho como pequeno investidor. Outra característica do nosso pequeno investidor é que ele é “*buy and holder*” uma expressão que significa que nosso investidor compra os ativos e os mantém por longo tempo.

Os objetivos deste estudo foram descrever como são formados estes dividendos, como são distribuídos e como em alguns casos já são tributados. O trabalho também objetiva discutir a legislação tributária vigente que incide sobre estes dividendos e os projetos de lei que tramitam no Congresso Nacional (Câmara dos Deputados e Senado Federal) com a finalidade de ampliar essa tributação.

Dividimos nosso trabalho em capítulos, para propiciar ao leitor uma visão mais

¹ R7. Disponível em: <https://www.contabeis.com.br/noticias/46166/tabela-imposto-de-renda-2021-entenda-aliquotas-e-deducoes-previstas/>. Acesso em: 21 maio 2021.

² CLUBE DOS POUPADORES. Disponível em: <https://clubedospoupadores.com/conversor-de-taxas-de-juros-mensal-para-anual> . Acesso em: 18 de fevereiro de 2021.

organizada e sistemática do desenvolvimento. No Capítulo 1 serão abordados conceitos introdutórios do mercado de capitais dirigidos especialmente aos investidores iniciantes. Aqueles que conhecem a bolsa de valores brasileira podem pular este capítulo sem nenhum prejuízo para o entendimento dos próximos capítulos. No capítulo 2 abordaremos a importância dos dividendos para o pequeno investidor, como eles são formados e como ocorre seu pagamento e a possibilidade de formação de uma renda passiva a partir destes dividendos. No capítulo 3 discutiremos a legislação tributária incidente sobre os dividendos ao redor do mundo em especial nos Estados Unidos e em países vizinhos da América Latina. No capítulo 4 abordaremos como ocorre a tributação específica de dividendos no Brasil, as causas e as consequências dessa tributação para a tríade Empresa-Governo-Investidor, os projetos de lei em tramitação e os argumentos a favor e contra a tributação. No capítulo 5 discutiremos as possíveis alternativas para a tributação que poderiam ser executadas sem sacrificar o pequeno investidor. Por fim, nosso trabalho se encerra com as considerações finais que permitirão ao leitor, fazer um resumo do que foi exposto e ter uma visão um pouco mais clara e abrangente sobre política de dividendos e sua tributação sem cair no discurso fácil, apregoadado pela mídia e por grupos políticos que defende um lado ou outro dessa controversa questão e formar sua própria opinião que obviamente não precisa ser a do autor.

Concentramos nossas análises no pequeno investidor, aquele que pretende construir uma renda passiva que complemente a sua aposentadoria, usando para isso a compra de ações de empresas que pagam dividendos.

Com o intuito de favorecer a compreensão e tentar tornar a temática agradável ao leitor, quebramos o protocolo, sem perder o rigor acadêmico, e criamos uma personagem de nome Júlia, que passará por toda a monografia com o fito de experimentar as mais diversas situações por que passa um pequeno investidor no Brasil. Sabemos que as críticas não serão leves por essa quebra do protocolo, mas seu objetivo é de tornar a leitura mais agradável e devido a isso suportaremos o ônus. Quero eximir todos da responsabilidade e que esta só cabe a mim, no que concerne a criação dessa personagem. Não podemos deixar de destacar que essa personagem é totalmente fictícia sem nenhuma ancoragem na realidade.

Ao fim e ao cabo, mas não menos importante, destacamos que todas as ações de todas as empresas mostradas neste estudo não são indicações de compra. Os dados procuram exprimir o real para facilitar o entendimento, mas não podem ser usados como

indicação de compra de ações. Rentabilidade passada não garante rentabilidade futura e a compra de uma ação de qualquer empresa disponível na Bolsa de Valores exige estudo e se possível aconselhamento profissional. Destaco que nenhum dos exemplos usados podem ser utilizados para montar uma carteira pessoal, pois pode levar a uma elevada perda financeira.

Feitas todas essas recomendações espero que todos saiam de alguma maneira informados de como funciona o mercado de dividendos na bolsa de valores brasileiras e como funciona sua tributação.

Capítulo 1

A BOLSA DE VALORES BRASILEIRA: INVESTIDORES, PRINCIPAIS PRODUTOS COMERCIALIZADOS E SUAS CARACTERÍSTICAS

1.1. A Bolsa de Valores Brasileira

O principal objetivo deste capítulo é conhecermos um pouco da Bolsa de Valores Brasileira, que no Brasil se chama B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).³ O foco será nos principais produtos comercializados e o perfil de seus investidores. Dentre estes investidores fixaremos nossos esforços em compreender melhor o perfil do pequeno investidor, pois, como discutiremos ao longo de todo este trabalho será o mais atingido pela tributação dos dividendos pago pelas empresas.

Como nos ensina CARVALHO⁴, 2021, em 2008, a Bovespa Holding e a BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros) anunciaram os termos do acordo para a fusão de suas atividades, criando a maior bolsa da América Latina nos mercados de ações e derivativos, a BM&FBOVESPA, e que, posteriormente, em 2017, fruto da sua união com a Cetip, originou a B3 - atualmente a maior câmara de ativos privados do Brasil.

A B3 conta com cerca de 400 empresas listadas. Levando em conta o número total de empresas listadas, temos a seguinte configuração no ranking das maiores Bolsas do mundo⁵: 1º: Bombay Stock Exchange – 5.749 empresas listadas; 2º: Frankfurt Stock Exchange – 3.768 empresas listadas; 3º: NASDAQ – 3.058 empresas listadas; 4º: London Stock Exchange – 3.041 empresas listadas; 5º: New York Stock Exchange – 2.400 empresas listadas. A B3 ocupa também a 18º posição no ranking das bolsas de valores com mais empresas listadas, ganhando de instituições como a Bolsa de Madri e

³ BOLSA DE VALORES BRASILEIRA (B3). Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/. Acesso em: 09 abril 2021.

⁴ CARVALHO AEF. Uma análise jurídico-econômica da bolsa de valores brasileira e seus investidores. In: Direito: Justiça, Políticas Públicas e as Relações entre Estado e Sociedade. Cap.4. p: 37-43. 2021. Disponível em: <https://www.finersistemas.com/atenaeditora/index.php/admin/api/ebookPDF/3756> Acesso em: 09 abril 2021.

⁵ IQ360 SERVICOS DE INFORMACAO E TECNOLOGIA LTDA. Disponível em: <https://www.iq.com.br/investimentos/artigos/o-tamanho-da-b3>. Acesso em: 09 abril 2021.

a SIX Swiss Exchange, a Bolsa de Valores da Suíça.

Os dados mostram que poucas empresas abrem seu capital no Brasil, em comparação aos outros países³. Ainda assim, a B3 torna-se relevante internacionalmente pelo volume financeiro operado internamente. Seja por caráter especulativo ou de investimentos a longo prazo, o mercado brasileiro, assim como a B3, podem galgar ainda mais espaço nestes rankings com a modernização de suas atividades, infraestrutura e flexibilização de leis para investidores.

O mercado acionário brasileiro também é maior do que todas as bolsas da América Latina. Em dólar, o valor de mercado da Bolsa é de 1,08 trilhão, bem acima do valor de mercado da bolsa do México (US\$ 408,5 bilhões), do Chile (US\$ 228,3 bilhões) da Colômbia (US\$ 111,9 bilhões), do Peru (US\$ 117,5 bilhões) e da Argentina (US\$ 70,5 bilhões)⁶.

1.2. Perfil do Investidor Brasileiro

Pequeno investidor, denominação que usaremos neste trabalho, é aquele que recebe até R\$ 22.847,76 ao ano, equivalente a R\$ 1.903,98 ao mês, proveniente exclusivamente de dividendos. Estes são os mesmos valores aplicados pela Receita Federal do Brasil ano base 2020, para isentar do recolhimento de Imposto de Renda Pessoa Física⁷.

Usamos este critério de determinação por entendermos que por ser um critério já aplicado pelo fisco brasileiro sua adoção poderia facilitar as discussões que serão levantadas neste trabalho. Em suma, aquele investidor que recebeu até R\$ 22.847,76 no ano de 2020, em dividendos, será considerado por nós pequeno investidor.

O brasileiro não costuma investir na B3 e as razões podem ser diversas, desde a falta de recursos, a complexidade das operações para que se aplique na B3, a ausência de conhecimentos sobre educação financeira e até a segurança e facilidade de operação que a caderneta de poupança confere⁸.

⁶ EXAME INVEST. Disponível em: <https://exame.com/invest/mercados/bolsa-brasileira-vale-r-4-trilhoes/>. Acesso em: 09 abril 2021.

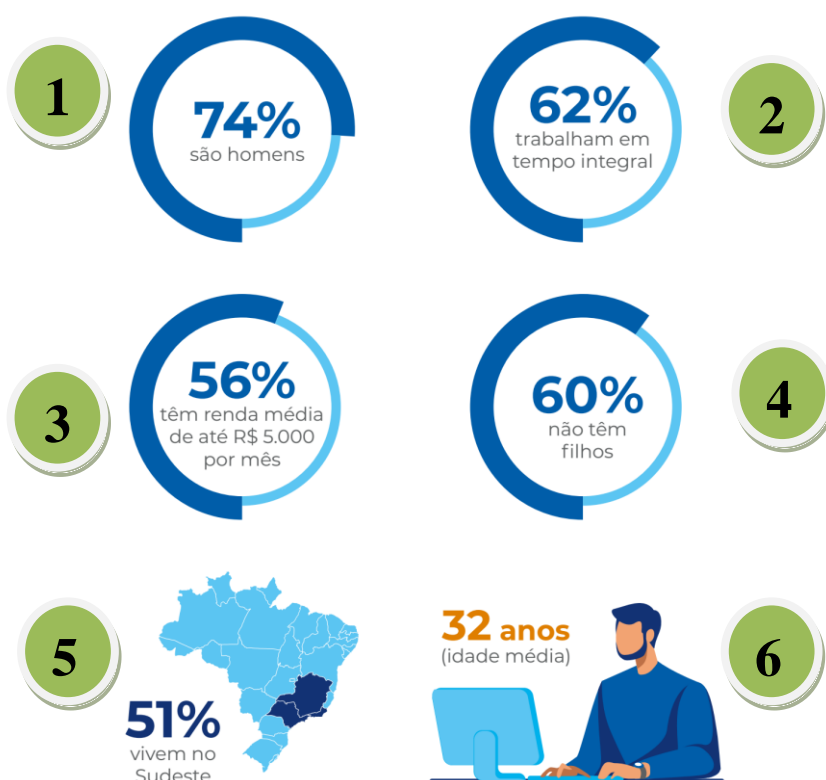
⁷ RECEITA FEDERAL DO BRASIL. Disponível em: <https://www.gov.br/receitafederal/pt-br>. Acesso em: 06 maio 2021.

⁸ FREITAS MS. MURAMATU ES. SANTOS FA. Estudo sobre os motivos dos brasileiros não investirem com habitualidade na bolsa de valores. Augusto Guzzo Revista Acadêmica, São Paulo, 1(24): 59-70. 2020. <https://doi.org/10.22287/ag.v1i24.907>

Para começar a entender o perfil do investidor brasileiro vamos analisar a distribuição dos investidores por gênero, localização geográfica, renda e outras variáveis sócio-econômicas importantes, de acordo com informações fornecidas pela própria B3 no seu site oficial.⁹

Em uma pesquisa realizada com 1.371 investidores em dezembro de 2020, foram encontrados os seguintes resultados mostrados na Figura 1.

Figura 1. Características dos Investidores da B3



Fonte. B3, dezembro de 2020.

Vamos discutir alguns destes achados. Infelizmente a B3 ainda é uma ambiente predominantemente masculino (Figura 1). Podemos discutir várias causas para isso, algumas delas fogem ao escopo do nosso trabalho, mas vamos nos limitar a duas questões bastante conhecidas, a primeira é o fato dos salários das mulheres serem menores que os salários dos homens¹⁰ e que dessa forma pode ocorrer a falta de

⁹ B3. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/investidores.htm . Acesso em: 09 abril 2021.

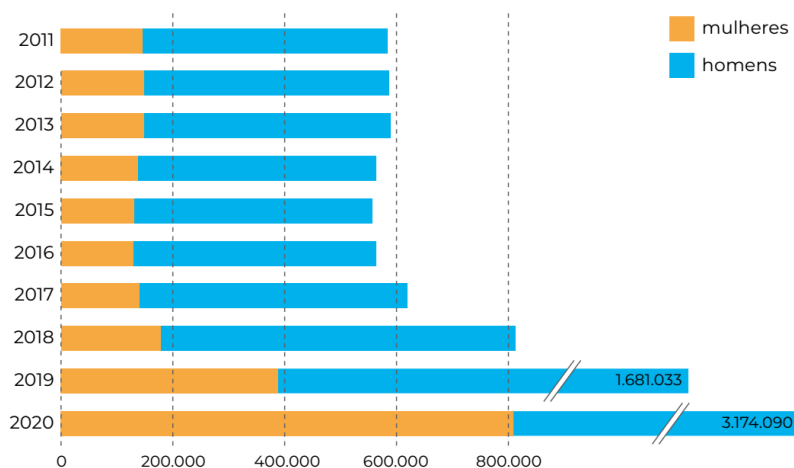
¹⁰ COSTA MV. CARRASCO-GUTIERREZ CE. SANTOS REIS CVS. Diferencial de Salários por Cor e Sexo no Brasil: Uma Análise por Grandes Regiões. Economia Ensaios, Uberlândia, 35(1):1-21. Jul./Dez. 2020. <https://doi.org/10.14393/REE-v35n1a2020-49476>

recursos para realizar investimentos. Temos que analisar essa causa com cuidado por que um salário alto não é necessariamente um fator determinante do potencial de investimento. As verdadeiras causas que levam a B3 a ser um ambiente predominantemente masculino ainda não são conhecidas, o motivo elencado por nós é uma especulação que fazemos para tentar entender essa enorme disparidade. Temos apenas 26% de mulheres investidoras e essa realidade tem que ser alterada, pois a B3 deve ser para todos.

A segunda causa que acreditamos influenciar essa disparidade é o desemprego, que atinge mais fortemente as mulheres. No ano de 2020, entre as mulheres, a taxa de desocupação foi de 17,2%, maior que a dos homens, que fechou em 11,9%.¹¹ Quanto a essa causa acreditamos que ela é determinante, pois o desemprego mina as estratégias de investimento. Caso o investidor perca o emprego ele ou ela podem parar de realizar aportes e até mesmo vender seus ativos por preços menores que os realizados para adquiri-los.

Mas no mesmo relatório fornecido pela própria B3 há um dado animador, o número de mulheres só cresce (Figura 2), o que é muito relevante, pois poderá fornecer independência financeira a essas mulheres.

Figura 2. Evolução no número de investidores de renda variável nos últimos 10 anos



Fonte. B3, dezembro de 2020.

¹¹INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE)- PROGRAMA NACIONAL DE AMOSTRA POR DOMICÍLIOS (PNAD). Disponível em : <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/10/taxa-de-desemprego-chega-a-17-entre-mulheres-e-16-entre-negros.shtml>. Acesso em: 09 abril 2021.

A B3 é um ambiente negocial propício para as mulheres, pois reúne transparência, segurança e agilidade na divulgação das informações e ajudaria as mulheres a conquistar uma renda passiva que será fundamental na sua independência financeira. O investimento de forma regular pode fornecer uma velhice tranquila, com uma renda passiva.

Em seu livro “*Desenvolvimento como Liberdade*”, o escritor e economista, vencedor do prêmio nobel de economia, Amartya Sen, destaca que as mulheres ao possuírem bens, empregos fora de casa e instrução, o que ele chama de intitamentos, protegem as vidas dos filhos e a própria vida. Segundo Amartya Sen, o fato dessas mulheres terem renda dá a elas uma liberdade substantiva, que seria o poder de opinar¹².

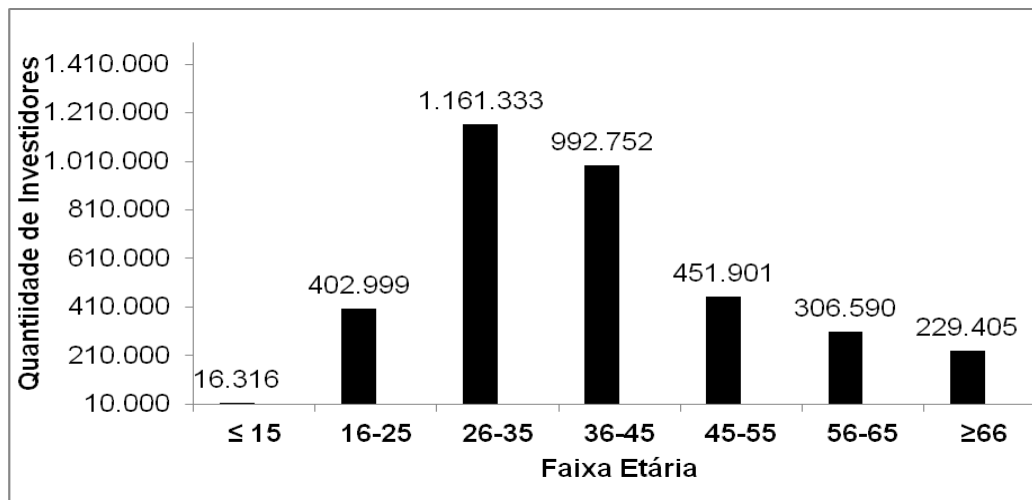
Em um país como o nosso, no qual o feminicídio é uma chaga presente na nossa sociedade seria importante que mais mulheres entrassem na B3 e começassem a operar e montar patrimônio, para obter os intitamentos propostos por Amartya Sen e consequentemente as liberdades substantivas.

Como podemos observar a grande maioria dos investidores tem um salário bem acima do salário mínimo nacional (R\$ 1.100,00 - ano 2021), cerca de R\$ 5.000,00, a grande maioria não tem filhos, sendo que a esmagadora maioria se concentra na Região Sudeste, especificamente em São Paulo (Figura 1).

Quanto às idades, as Figuras 3 e 4, mostram a quantidade e o percentual de investidores de acordo com a faixa etária. Podemos observar que a maior quantidade de investidores situa-se na faixa etária entre 26-35, sendo que a média de idade é de 32 anos, eles são 1.161.333 investidores correspondendo a 32,6% dos investidores. A soma de todos os investidores nos dá um quantitativo de 3.561.296 pessoas naturais (mar/2021). Este número muda todos os dias.

¹² SEN A. *Desenvolvimento como Liberdade*. Companhia das Letras. p. 251-3. 2012.

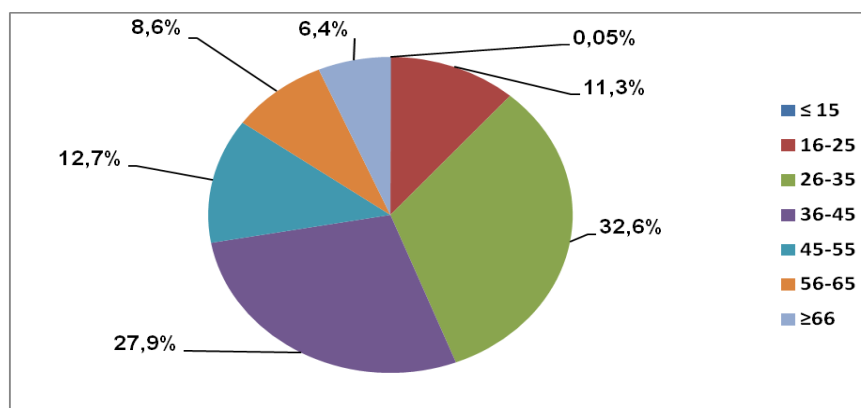
Figura 3: Quantitativo de Investidores na B3 de acordo com a faixa etária



Fonte. B3, março de 2021.

A Figura 3 nos mostra que a faixa etária composta de investidores de 26 a 45 anos compreende 60,5% dos investidores. Se imaginarmos que estes investidores são de longo prazo (*holders*), a B3 será um ambiente de negócio durante pelo menos 40 anos. O que tornaria a B3 uma instituição estável ao longo do tempo.

Figura 4: Percentual (%) de Investidores na B3 de acordo com a faixa etária

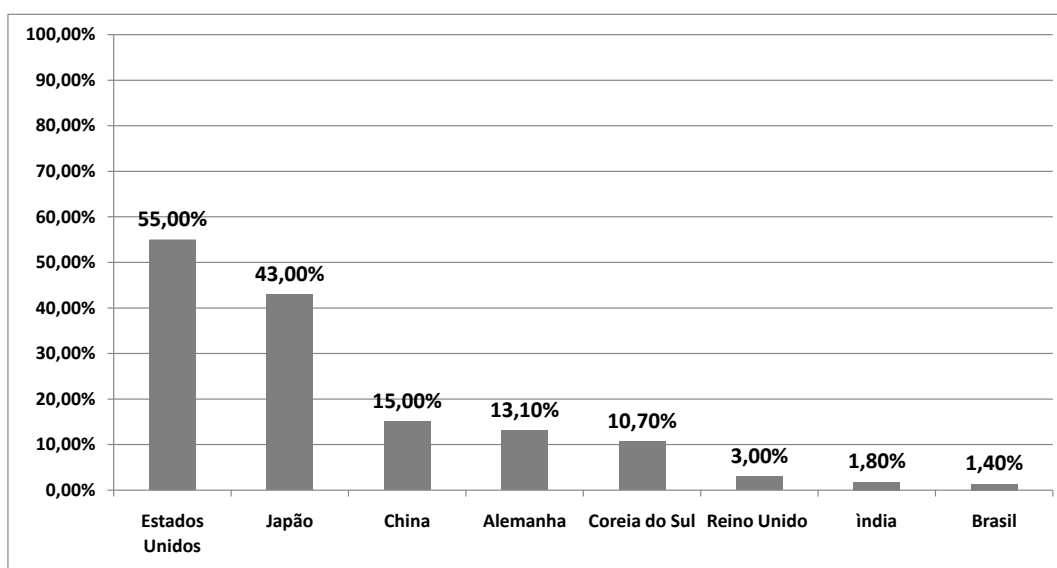


Fonte. B3, março de 2021.

Quando comparamos o número de investidores brasileiros com outros investidores pelo mundo a diferença é gritante com podemos observar na Figura 5.

A população brasileira superou 212 milhões de habitantes em 2021¹³, e o percentual de investidores é de aproximadamente 1,67% desta população. Estes números variam de forma muito rápida, mas é importante destacar que o percentual ainda é muito baixo quando comparado com outras nações como podemos ver na Figura 5. Em países como os Estados Unidos, Japão, Austrália, Inglaterra, Alemanha este índice varia de 15% a 55%¹⁴.

Figura 5: Quantitativo de Investidores de acordo com a população dos países



Fonte: Statista 2021.¹⁵

Ao estudar a População Economicamente Ativa (PEA) brasileira, pelos critérios adotados pelo IBGE, OLIVEIRA¹⁶, 2019, encontrou um percentual de 51% da população total, lembrando que na PEA não são considerados aqueles indivíduos com atividades informais, ou seja 51% da população brasileira tem uma ocupação formal.

¹³ IBGE. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/index.html>. Acesso em: 09 abril 2021.

¹⁴ VALOR INVESTE. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2021/01/15/ apenas-3percent-dos-brasileiros-investiram-em-acoes-em-2020-e-media-aplicada-caiu-31percent.ghtml>. Acesso em: 09 janeiro 2021.

¹⁵ STATISTA. Disponível em: <https://www.statista.com/statistics/1045027/brazil-ibovespa-stock-market-index/>. Acesso em: 23 abril 2021.

¹⁶ OLIVEIRA WR. Estudo da População Economicamente Ativa no Brasil via Análise de Agrupamentos. 2019. 21 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2019.

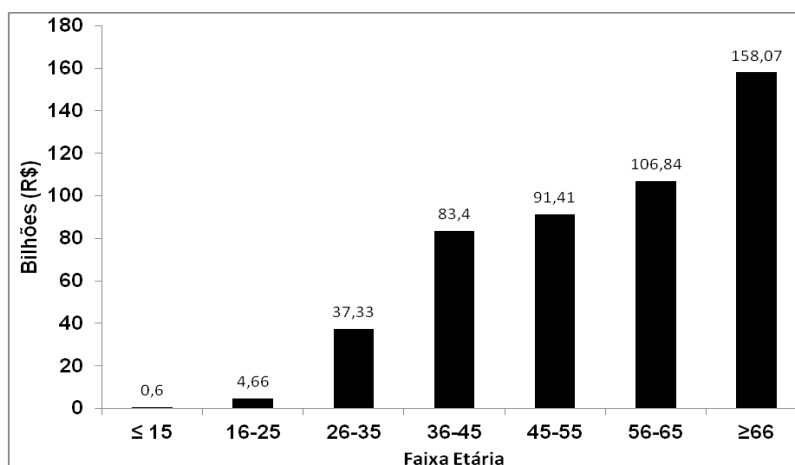
Levando-se em conta somente a PEA (108.594.422), o percentual de investidores sobe para 3,28% o que ainda é um percentual muito pequeno. Isso mostra que a B3 ainda não é uma opção de investimento para muitos brasileiros.

Percebemos que o trabalho de educação financeira a ser realizado é gigantesco e um dos objetivos deste trabalho é sensibilizar aos leitores, que ainda não investem na bolsa de valores, passar a considerá-la como mecanismo de formação de patrimônio. As causas brasileiras que afastam nosso investidor podem ser variadas, no entanto destacamos que a desinformação e o baixo índice educação financeira podem ser as principais.

Cerca de 55% da população economicamente ativa dos Estados Unidos investe na Bolsa de Valores, logo em seguida temos os japoneses como o povo que mais investe em ações. Os brasileiros poderiam usar a bolsa como uma alternativa para guardar suas economias e investir para independência financeira e segurança na velhice.

As pessoas naturais têm na B3 a quantia de R\$ 482,31 bilhões. A distribuição destes montantes é mostrada na Figura 6.

Figura 6: Distribuição dos montantes financeiros entre os Investidores na B3 de acordo com a faixa etária



Fonte. B3, março de 2021.

Observamos que as faixas etárias mais elevadas são as que têm os maiores quantitativos financeiros, 54,93% do total. É possível inferir que à medida que avançamos em idade aumenta o patrimônio. São necessários dados complementares para comprovar essa informação, mas está claro que o tempo, a constância dos aportes e a paciência são as variáveis mais importantes na acumulação de patrimônio,

principalmente na B3.

Definimos o pequeno investidor como aquele que recebe em dividendos até R\$ 22.847,76 ao ano. Se considerarmos um portfólio de boas ações que pague 10% ao ano, este nosso pequeno investidor teria que ter em média R\$ 228.476,00 aplicados em ações. Este não é um patrimônio pequeno quando consideramos investidores brasileiros. A Figura 7 nos mostra a faixa etária, o número de CPFs e o patrimônio médio dos investidores da B3.

Uma informação valiosa que essa Figura 7 nos mostra é que este patrimônio de mais de R\$ 200.000,00, referido acima, está associado a investidores na faixa etária de 46 a 55 anos, geralmente pessoas com empregos fixos e estabilizados financeiramente. Excetuando os menores de 15 anos que devem receber dotações de patrimônio dos pais, nenhuma outra faixa etária abaixo dessa acumula este patrimônio. Observamos mesmo com faixas mais elevadas o patrimônio médio não ultrapassa R\$ 1.000.000,00.

Figura 7: Patrimônio Médio do Investidor Brasileiro na B3, de acordo com a faixa etária



FAIXA	CPF CADASTRADOS	PATRIMÔNIO MÉDIO
ATÉ 15 ANOS	6.617	R\$ 263.250,72
DE 16 A 25 ANOS	164.729	R\$ 13.944,06
DE 26 A 35 ANOS	572.922	R\$ 34.452,50
DE 36 A 45 ANOS	497.525	R\$ 98.135,38
DE 46 A 55 ANOS	245.135	R\$ 237.480,03
DE 56 A 65 ANOS	184.545	R\$ 422.550,21
MAIOR DE 60 ANOS	159.272	R\$ 874.878,86

*Dados de 2019

Fonte: @guiainvest. Dados de 2019. Publicada com permissão.

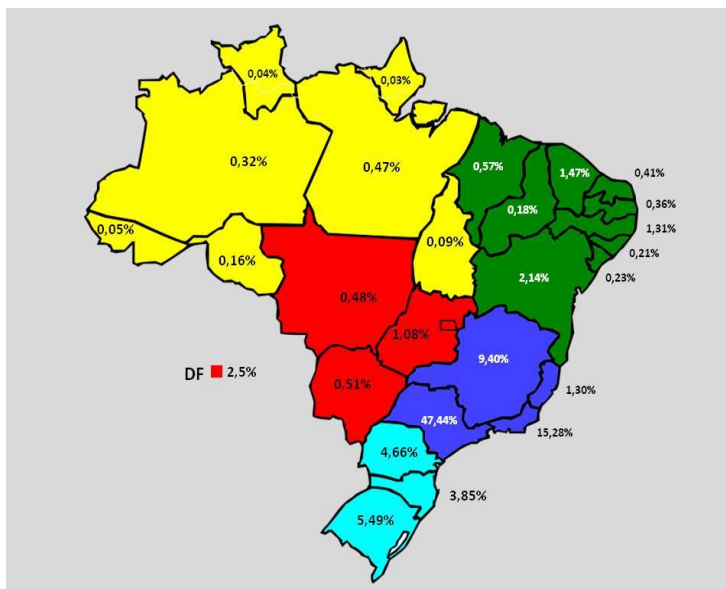
Um dos fatores que julgamos importante e que o leitor entenderá no decorrer da leitura deste trabalho é a localização geográfica do investidor. A Figura 8 mostra a distribuição destes investidores pelo país. Devemos ressaltar que este dado é dinâmico e se altera o tempo todo. Os percentuais mostrados na Figura 8, referem-se a março de 2021.

Em análise rápida percebemos que a região Sudeste (São Paulo, Minas Gerais,

Espírito Santo e Rio de Janeiro) é responsável por 73,42% dos investidores. O desequilíbrio é enorme. O Ceará contribui com apenas 1,47% dos investidores, sendo o segundo estado com mais investidores do Nordeste, ficando somente atrás da Bahia com 2,47%. No Ceará temos cerca de 52 mil investidores (mar/21), para uma população de 9.187.183 habitantes¹⁷, o que corresponde a 0,57% da população.

Várias razões podem ser ventiladas para este percentual tão baixo de investidores no Ceará. A pobreza das pessoas do estado, pode ser levantada como a principal; os baixos salários; as baixas taxas de educação financeira. Sendo essa última uma das que considero mais importante e explico a razão.

Figura 8: Distribuição geográfica pelo Brasil dos Investidores da B3



Fonte. B3, março de 2021.

A operação com ações atualmente é realizada totalmente pelo celular de forma impessoal. Depois de realizado o cadastro na corretora e aberta a conta, você está preparado para operar no mercado.

Após aberta conta deve-se transferir o dinheiro e escolher as ações. Temos listadas na B3 cerca de 400 empresas. Temos ações dos mais variados preços para todo o tipo de investidor. Como exemplo puramente didático, não sendo recomendação de compra, temos a SAPR3 que custa menos de R\$ 5,00 (abril/21). Uma ação de uma

¹⁷ IBGE. Disponível em: <https://cidades.ibge.gov.br/brasil/ce/panorama>. Acesso em: 26 abril 2021.

empresa que paga dividendos e que apresenta bons indicadores contábeis.

Dito isto acreditamos que a tese de baixo salários e pobreza em si está superada e fica reforçada a tese do baixo nível de educação financeira. As pessoas acham complicado ler os relatórios das empresas e acham mais complicado ainda entrar na B3 e efetuar as operações. No entanto, afirmamos que não é complicado e que toda a matemática que precisamos para acessar os produtos mais básicos da B3 (Ações, Fundos imobiliários, ETFs) são de simples assimilação.

Não quero com isso minimizar a atratividade da caderneta de poupança que possui uma lógica simples e de fácil compreensão. Não haveria nada de errado com a caderneta de poupança se o Brasil não tivesse uma inflação que nunca está totalmente debelada, mas apenas adormecida.

Quero destacar que a poupança rende apenas uma vez ao mês e que se a retirada for realizada antes da data do aniversário perde-se os rendimentos e que a poupança rende menos que a Selic- que é a taxa básica de juros do Brasil; rende cerca de 70%- e que há um bom tempo a poupança não confere nenhuma proteção contra a inflação.

O fato dos brasileiros mesmo com salários tão baixos conseguirem guardar algum dinheiro é um fato extremamente honroso, pois isso impede de se usar empréstimos bancários e cartões de crédito que são opções com juros muito elevados. Guardar dinheiro é um mérito muito grande, porque para guardar é preciso sobrar, pelo menos a maioria pensa assim. E fazer sobrar é uma façanha. No entanto, temos que dar um passo à frente e deixar de guardar e investir e não esperar sobrar, pagar-se primeiro e depois gastar o que sobra. Em tese isso é muito simples, mas na vida real não é uma tarefa simples.

Agora que sabemos quem são, onde vivem, quanto patrimônio dispõem descreveremos os ativos que estão na B3 à disposição dos investidores.

1.3. Ações

1.3.1 Conceito e Características

Ações são partes de empresas que são negociadas na B3. São os produtos mais abundantes, mais diversos e mais acessíveis ao investidor. Neste tópico destacaremos como as ações podem ser ativos valiosos na construção de um patrimônio sólido. Queremos deixar claro que todos os ativos descritos aqui não são recomendações de

compra e que rentabilidade passada não pode ser garantia de rentabilidade futura.

Não podemos deixar de lembrar que muitas fortunas foram perdidas de forma definitiva no mercado de ações e outras tantas ganhas. A entrada, sobrevivência e permanência neste mercado exige paciência, estudo e constância de aportes. Não se fica rico da noite para o dia na bolsa de valores em qualquer país do mundo e no Brasil isso não é diferente.

Como podemos ver, a B3 oferece uma quantidade considerável de ações que podem ser adquiridas. Quando dizemos que é um ativo abundante, falamos isso porque tem sempre alguém querendo vender e alguém querendo comprar. A B3 funciona todos os dias úteis de 10h da manhã às 17h sem interrupção.

Quando falamos da diversidade estamos dizendo que cerca de 400 empresas negociam suas ações na B3. Existem ações de todos os preços, desde ações que custam centavos a ações que custam milhares de reais. A escolha vai depender do que o investidor planejou na formação do seu portfólio.

Em seu livro seminal sobre o mercado de ações o Professor JEREMY J. SIEGEL, 2015¹⁸ mostrou que as ações são os ativos mais seguros no longo prazo (Figura 9). E que estes ativos seriam mais resistentes ao efeito corrosivo da inflação ao longo do tempo. Essa é uma das mais importantes informações quando estamos pensando no mercado brasileiro, pois a inflação no Brasil está sempre à espreita.

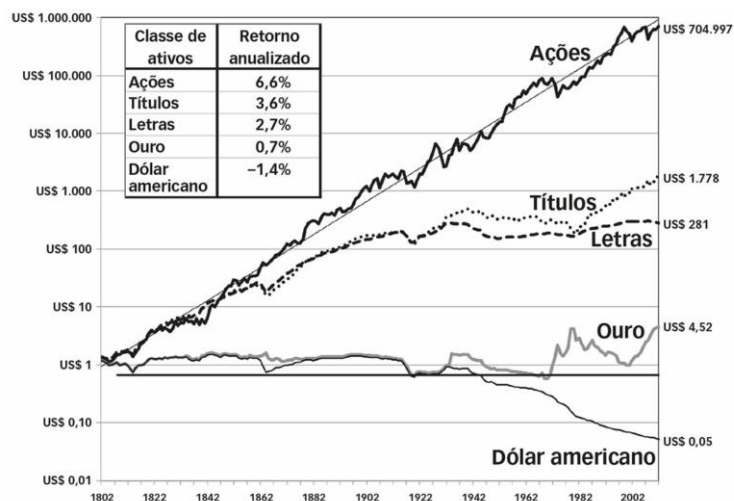
A Figura 9 cobre um período de 210 anos do mercado americano já descontada a inflação. Não deixa dúvidas que as ações representam uma alternativa realmente eficiente de conservação do poder de compra do dinheiro além de garantir ganhos reais.

O mercado acionário tem o poder de transformar um único dólar em milhões por meio da poupança de gerações, mas poucos terão paciência ou desejo de suportar a espera¹⁹.

¹⁸ SIEGEL JJ. Investido em ações no longo prazo. Bookman. 2015.

¹⁹ SIEGEL JJ. op.cit. p. 100.

Figura 9- Retornos reais totais sobre ações, títulos, letras, ouro e dólar nos Estados Unidos, 1802-2012



Fonte: Siegel JJ. Investindo em ações no longo prazo. 2015. p.27.

Explorando mais a Figura 9 notamos que nem mesmo os títulos do tesouro americano vencem as ações no longo prazo. No Brasil os títulos do tesouro brasileiro atrelados à inflação pagam um bônus de cerca de 4% ao ano²⁰, descontada a inflação para os anos de 2030, 2040 e 2055, comportamento semelhante ao observado no mercado americano. Neste trabalho não abordaremos nem os títulos do tesouro direto nem os fundo de ações.

Não temos no Brasil um estudo tão amplo como este. E isso é compreensível, pois os americanos têm como hábito de poupança utilizar a bolsa de valores.

As ações representam ativos reais, que a longo prazo, se valorizam ao ritmo da taxa de inflação. Portanto, os retornos reais das ações não são afetados desfavoravelmente por mudanças no nível dos preços. Mesmo com todas as mudanças sociais e políticas, duas guerras mundiais, as ações mostraram uma estabilidade impressionante no longo prazo²¹.

Algumas questões ao analisar a Figura 9, saltam aos olhos: este comportamento do mercado americano, vale para outros mercados? As ações apresentam este mesmo comportamento ou próximo dele em outros mercados? Para responder essas perguntas pesquisadores britânicos escreveram um livro “ *The Triumph of Optimists*”, ainda sem

²⁰ TESOURO DIRETO. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/>. Acesso em: 20 abril 2021.

²¹ SIEGEL JJ. op.cit. p. 104.

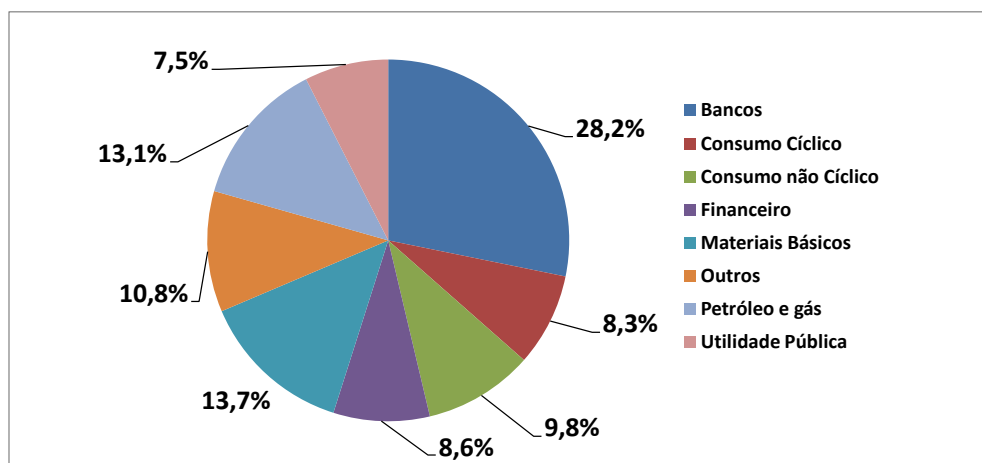
tradução no Brasil, no qual analisaram o mercado de 19 países em um intervalo de tempo de 101 anos e concluíram que o retorno anual das ações gira em torno de 5,4%²² muito próximo ao encontrado por JEREMY SIEGEL, 2015. Inclusive SIEGEL destaca este achado no seu livro²³.

Dito isso somos levados a crer que o mercado brasileiro não teria um comportamento muito diferente deste o que nos daria um retorno anual de 5,0% ao ano, pensando de forma bem modesta, já descontada a inflação.

1.3.2 Setores listados na Bolsa Brasileira

Para efeitos comparativos a bolsa brasileira conta com cerca de 400 empresas como dito acima, a bolsa americana tem cerca de 5.000 empresas. Isso faz com que Dow Jones – nome da bolsa americana – seja tão grande. No Brasil temos empresas de diversos ramos na B3. Eles aparecem descritos na Figura 10.

Figura 10- Principais Setores da Bolsa Brasileira



Fonte: <https://kbinvestimentos.com.br/2019/07/04/os-melhores-setores-da-bolsa/>²⁴

²² DIMSON E. MARSH P. STAUNTON M. Triumph Of The Optimists - 101 Years Of Global Investment Returns. Princeton University Press. 353p. 2002.

²³ SIEGEL JJ. op.cit. p. 110-11.

²⁴ KB INVESTIMENTOS. Disponível em: <https://kbinvestimentos.com.br/2019/07/04/os-melhores-setores-da-bolsa/>. Acesso em: 09 junho 2021.

Os subsetores são:²⁵

- a. *Bens industriais*- Comércio, construção e engenharia; Máquinas e equipamentos; Serviços e transporte; Material de transporte.
- b. *Consumo Cíclico* - Automóveis e motocicletas; Construção civil; Hotéis e restaurantes; Tecidos, vestuário e calçados; Utilidades domésticas; Viagens e lazer.
- c. *Consumo não cíclico*- o pessoal e de limpeza.
- d. *Financeiro* - Exploração de Imóveis; Holdings Diversificadas; Intermediários Financeiros; Previdência e Seguros; Securitizadoras de Recebíveis Serviços Financeiros Diversos.
- e. *Materiais Básicos*- Embalagens; Madeira e papel; Materiais diversos; Mineração; Químicos; Siderúrgica e Metalúrgica.
- f. *Petróleo, Gás e Biocombustíveis*- Petróleo, Gás e Biocombustíveis.
- g. *Utilidade pública* -Água e Saneamento, Energia Elétrica e Gás.
- h. *Outros*- No site da B3, você encontrará um setor chamado de Outros. Nele, estão listadas as empresas que não se encaixam nos outros segmentos. Em linhas gerais, são companhias holding, isto é: companhias com participação majoritária em outras empresas.

1.3.3 Tipos de Ações na B3

As empresas brasileiras oferecem três tipos de ações aos investidores. Estes tipos podem ser observados na Figura 11.

²⁵ WARREN BLOG. Disponível em: <https://warren.com.br/blog/setores-da-bolsa/>. Acesso em: 20 abril 2021.

Figura 11- Tipos de ações disponíveis na B3

Tipo	Símbolo	Características
Ordinária	ON Ticker: XXXX3	Com elas, os acionistas possuem direito a voto em assembleias
Preferencial	PN Ticker: XXXX4	São ações em que os acionistas possuem preferência no recebimento de dividendos
UNIT	UNIT Ticker: XXXX11	São pacotes de ações que contêm ações preferenciais e ordinárias

Fonte: Instagram: @mirnaeconomia²⁶

As ações ordinárias apresentam o final 3, como exemplo temos a ação do Banco do Brasil BBAS3. Uma ação ordinária, como diz a figura, os acionistas têm direito de voto. Mas não é só isso. Ao mudar o controle gerencial da empresa, os sócios ordinários podem vender suas ações para o novo controlador, garantindo um percentual do valor de mercado da ação, é o que chamamos de *tag along*. No caso da ação da ação BBAS3, seu tag along é de 100%, isso significa se o controle acionário do banco mudar e você resolver que não quer mais participar dessa empresa os novos donos devem comprar sua ação pelo preço de mercado.

Ações com essa denominação 3 como por exemplo: (PETR3 — ação ordinária da Petrobrás; VALE3 — ação ordinária da Vale; JBSS3 — ação ordinária do frigorífico JBS; ABEV3 — ação ordinária da AMBEV; MGLU3 — ação ordinária da Magazine Luiza; EMBR3 — ação ordinária da EMBRAER; BRML3 — ação ordinária do grupo brMall; B3SA3 — ação ordinária da B3, antiga Bovespa) também são conhecidas como *ON*.

As ações também podem ser chamadas de ações preferenciais e são denominadas como mostra a Figura 11, com o final 4, XXXX4, nem todas as empresas

²⁶ INSTAGRAM. Disponível em : <https://www.instagram.com/p/CN0TcsCA9JR/?hl=pt-br>. Acesso em: 20 abril 2021.

disponibilizam este tipo de ativo. Elas tem duas peculiaridades importantes, a ação preferencial, como o nome diz, tem preferência no pagamento de dividendos e no reembolso de capital em caso de liquidação da empresa. Ou seja, no caso de falência ou de fechamento por qualquer outro motivo, estes investidores têm maiores chances de recuperar parte de seu capital. Sendo essas duas peculiaridades relevantes para pequenos investidores, alvo deste trabalho. Outra característica dessas ações é a sua liquidez, sendo elas mais negociadas na B3 do que as ações ordinárias.

Uma outra ação também disponível na B3 é a Unit. Como descrito na Figura 11 são pacotes de ações que contém ações ordinárias e ações preferenciais. Seu preço é mais elevado e nem todas as empresas disponibilizam estes ativos para comercialização. No Brasil, essas ações têm código 11. É preciso salientar que o código 11 também serve para designar ETFs e Fundos Imobiliários (FIIs). Cada empresa monta seu pacote de forma diferenciada sendo que não existe um padrão determinado. Como exemplo podemos citar: Sanepar (SAPR11- 1ON + 4PN); Santander (SANB11-1 ON + 1PN); Taesa (TAEE11 1ON + 2PN).

Um detalhe relevante para o pequeno investidor sobre o qual versa todo este trabalho é que os custos operacionais caíram muito ao longo do tempo, o que estimula a entrada na bolsa. Hodiernamente é possível encontrar com relativa facilidade corretoras que não cobram taxa de corretagem na compra de ações, fundos imobiliários e ETFs. Além de permitirem a compra fracionada de ações podendo se comprar uma única ação por vez. Como tem ações que custam menos de R\$ 5,00 (ações de boas empresas, pagadoras de dividendos) e toda operação pode ser realizada pelo celular com segurança e relativa facilidade. Não existem mais desculpas válidas que justifiquem a não presença de pequenos investidores na B3.

Este apelo é uma convocação a todos os leitores (alunos, professores e funcionários) a aderirem a este mecanismo de geração de riqueza. Um dos lugares comuns nos apelos a novos investidores diz que o melhor dia para entrar na bolsa foi ontem e o segundo melhor dia é hoje.

1.4. Fundos Imobiliários

1.4.1 Conceito e Características

Os Fundos Imobiliários conhecidos como (FIs), ou Fundos de Investimentos Imobiliários (FIIs), neste trabalho usaremos apenas FIs, para facilitar o entendimento,

são ativos comercializados na B3 com código XXXX11, semelhantes as units de ações e aos ETFs (Exchange Traded Funds). Estes FIs são partes de empreendimentos ou de títulos que são adquiridos pelos acionistas.

As leis que regem os FIs são: Lei N° 6.385, de 7 de dezembro de 1976; Lei N° 8.668, de 25 de junho 1993; Lei N° 8.894, de 21 de junho de 1994; Lei N° 9.779, de 19 de janeiro de 1999; Lei N° 11.033, de 21 de dezembro de 2004; Lei N° 11.196, de 21 de novembro de 2005 e Lei N° 12.024, de 27 de agosto de 2009.

Essas leis vão disciplinar como devem ser as características do FIs e que agora passaremos a elencar. Os FIs não podem contrair dívidas, ou seja, não podem se alavancar. Sua captação de recursos deverá vir da emissão de novas cotas ou da venda de seus ativos. Cada FI deverá distribuir 95% do seu lucro semestralmente, no Brasil, os FIs optaram pela distribuição de dividendos de forma mensal. Os dividendos são isentos de IRPF, IOF dentre outros impostos, desde que as pessoas físicas possuam quantidade inferior a 10% do total das cotas do fundo; o fundo deverá possuir, no mínimo, 50 cotistas e suas cotas deverão ser negociadas exclusivamente em Bolsa ou mercado de balcão organizado.

Caso o investidor resolva vender as cotas dos FIs, elas serão tributadas em 20% de imposto de renda, sobre eventual ganho de capital²⁷. Esse valor não é abatido na fonte e deve ser gerado o DARF (Documento de Arrecadação de Receitas Federais) e pago até o mês subsequente se o valor a pagar for igual ou maior de R\$ 10,00. Caso não seja, espera-se as próximas vendas até este valor ser alcançado.

De acordo com solução de consulta n° 218 da Receita Federal de 4 de dezembro de 2018, os ganhos líquidos auferidos na alienação de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário, por qualquer beneficiário, sujeitam-se à incidência do imposto de renda à alíquota de vinte por cento. As perdas incorridas na alienação de quotas de fundo de investimento imobiliário só podem ser compensadas com ganhos auferidos na alienação de cotas de fundo da mesma espécie, mesmo que estes ganhos sejam posteriores ao prejuízo.

Existem outras questões, mas essas são as mais relevantes para o pequeno investidor. Em suma, os FIs remuneram o investidor todos os meses, correspondendo a uma taxa pré-determinada pelo FI. E esses rendimentos pagos todos os meses são

²⁷ NORMAS DA RECEITA FEDERAL. Disponível em: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=97453>. Acesso em: 07 maio 2021.

isentos de impostos, mas precisam ser declarados na declaração anual de imposto de renda, assim como os dividendos recebidos das ações.

Os FIs negociados na B3 são de 4 tipos principais: Tijolo, Desenvolvimento, Papel e Fundos de Fundos.

Os FIs de tijolos contém em seu portfólios imóveis físicos como: galpões logísticos, lajes corporativas, hotéis, shopping, universidades, supermercados, agências de bancos e hospitais. De forma bem simples estes fundos funcionam assim: Um empresário A é dono de 2 galpões e pretende vender estes imóveis, o FI de tijolo XXXX11, quem tem dinheiro em caixa, resolve comprá-los à vista. O preço acertado é de R\$ 250 milhões. O negócio é realizado e a gestora do fundo “divide” estes dois galpões em cotas, totalizando 2.500.000 cotas cada uma com um valor patrimonial de R\$ 100,00. Essas cotas são colocadas na B3 e comercializadas.

O pequeno investidor adquire no pregão 100 dessas cotas (R\$ 10.000,00) e no mês seguinte fará jus a parte do aluguel que lhe cabe resultante da locação dos galpões. Se este fundo pagar R\$ 0,72 por cota, o nosso pequeno investidor receberá na sua conta no dia acordado R\$ 72,00 sem desconto de impostos.

De uma maneira bem simples este é o funcionamento dos principais FIs. Os fundos de papel comercializam Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), principalmente, eles não têm imóveis físicos, mas sim títulos por isso o nome de fundos de papel.

Os fundos de fundos conhecidos como FOFs são aqueles que compram cotas de outros fundos, recebem o aluguel destes fundos e repassam para o cotista.

Os fundos de desenvolvimento são mais raros na B3, eles investem na construção de imóveis utilizando dinheiro dos cotistas e depois repassam o lucro obtido com a venda para estes cotistas que emprestaram o dinheiro.

Os gestores ganham com as taxas cobradas e o cotista ganha de duas formas, pela valorização da cota na B3 e pelo recebimento dos dividendos mensais. Estes fundos são mais previsíveis que as ações e menos voláteis, pagando seus dividendos todos os meses. Em tese, eles são perfeitos para a construção de uma renda passiva. Em um fundo que pague cerca de 0,65% a.m, que pode ser alcançado com facilidade nos fundos disponíveis na B3, o investidor que possua cerca de R\$ 170.000,00 receberá todos os meses, por volta de R\$ 1.100,00 (o valor do salário mínimo brasileiro em 2021), sem desconto de impostos.

Para efeito de comparação o valor de locação de uma casa ou apartamento, gira

em torno de 0,5% a 0,6% do valor de venda do imóvel²⁸. Não conseguimos observar com facilidade um imóvel físico com um valor de R\$ 170.000,00 render uma aluguel variando de R\$ 850,00 a R\$ 1.020,00. Acreditamos que os FIs são investimentos mais apropriados para o pequeno investidor. Sem falar nos períodos de vacância e nos custos de manutenção e todos os outros a cargo do locador (IPTU, condomínio, contas de água, luz, telefone, taxa de incêndio, seguro, corretora), todos problemas comuns a imóveis físicos.

Não podemos deixar de destacar que imóveis físicos possuem em regra geral, baixa liquidez, caso o proprietário necessite de dinheiro rápido isso não é simples, a não ser que se venda o imóvel com prejuízo. Com os FIs esse problema ocorre com menor frequência, pois o cotista poderá vender partes das cotas com mais velocidade e não precisa se desfazer de todas as suas posições. O que não ocorre com o imóvel físico que em regra precisa ser vendido no todo.

A discussão acima não significa que o investidor possa deixar sua reserva de emergência (dinheiro com alta liquidez) em FIs, isso é totalmente contraproducente, pois caso o cotista precise do dinheiro e o FIs que ele comprou esteja em queda ocorreria prejuízo com a venda. A reserva de emergência deve estar depositada em ativos com liquidez imediata, pois não se sabe quando será utilizada.

Uma das vantagens dos FIs principalmente de tijolos é que os dividendos são isentos de tributos, caso fosse alugueis quando ocorrer a declaração anual de imposto de renda pessoa física haveria a tributação progressiva de 7,5% a 27,5% com uma isenção até R\$1.903,98. Nos alugueis aqui chamados de dividendos não incidem impostos.

Não podemos esquecer que o FIs são renda variável e oscilam ao longo do tempo e que rentabilidades passadas não são garantias de rentabilidades futuras. E alguns cuidados devem ser tomados. Como qualquer outro investimento cabe ao investidor conhecer onde está colocando seu dinheiro. Estes fundos emitem relatórios mensais, trimestrais, semestrais e anuais, sendo importante a leitura deste material.

Os riscos deste tipo de investimento residem no fato deles não pagarem os dividendos como o combinado. Pode ocorrer isso quando se compra cotas de fundos de tijolos que só tem um imóvel. Assim se ocorrer a saída do inquilino a renda não será

²⁸ INGAIA. Disponível em: <https://www.ingaia.com.br/aprenda-a-calculer-o-valor-de-locacao-do-imovel-2/>. Acesso em: 14 maio 2021.

recebida até que o imóvel seja novamente locado. Os fundos de papel correm o chamado risco de crédito que seria a quebra financeira da securitizadora que emitiu a CRI. Em suma, FIs, mono imóveis, mono inquilinos não são uma boa estratégia.

As crises também costumam afetar os FIs, como ocorre com as ações. Nessa crise de SARS-COV-2 (COVID 19), os fundos de tijolo do segmento de lajes corporativas, hotéis e shoppings foram bastante afetados. No entanto, os fundo de tijolos do segmento galpões logísticos cresceu muito devido a explosão do *e-commerce* durante a pandemia. Percebemos que dentro do mesmo segmento os efeitos diferem.

Nesses momentos o pequeno investidor deve ter calma e uma estratégia baseada na diversificação para não cair na armadilha de comprar caro e vender barato para depois comprar caro novamente. Esse é um fenômeno recorrente na bolsa brasileira e acredito que no mundo inteiro.

1.5. Exchange Traded Funds (ETFs)

1.5.1 Conceito e Características

Um exchange-traded fund (ETFs) é um fundo de investimento negociado na Bolsa de Valores como se fosse uma ação. Eles reúnem em seu portfólio uma quantidade de ações de outras empresas de diversos ramos não relacionados ou mesmo que tenham profunda relação. Um ETF também pode ser chamado de fundo de índice. A maioria dos ETFs acompanham um índice, como um índice de ações ou índice de título.

ETFs na verdade abrigam em seu portfólio ações que replicam algum índice. No Brasil temos disponíveis ETFs de variados tipos que replicam variados índices. Alguns ETFs contém somente ações que pagam dividendos, outros replicam o resultado da Ibovespa, alguns outros replicam bolsas americanas, europeias e chinesas. Alguns ETFs são especializados em ouro, bancos, fundos imobiliários, Títulos do Tesouro Direto, dentre outros ativos.

Os ETFs são para aqueles investidores não desejam ou não têm tempo para aprender sobre o mercado de ações, mas não querem deixar de diversificar com ações o seu portfólio²⁹. No entanto, estes ETFs não são somente uma opção para pequenos

²⁹BTG PACTUAL DIGITAL . Disponível em:<https://www.btgpactualdigital.com/blog/coluna-andre-bona/o-que-sao-etfs-e-os-principais-disponiveis-para-o-investidor?> . Acesso em: 13 fevereiro 2021.

investidores, grandes investidores podem também usar essa estratégia para alocar seus recursos. Nos Estados Unidos essa tática de compra de ETFs é bastante difundida entre grandes investidores. Em 2014 grandes investidores americanos tinham nestes produtos aproximadamente 2 trilhões de dólares investidos, o que mostra a punjança deste mercado³⁰.

Estes produtos podem ser uma importante porta de entrada na renda variável e não necessitam de grandes análises, nem grandes quantias de dinheiro. A gestora que administra o ETFs é a responsável pela compra e troca das empresas que compõem o portfólio, assim como o percentual dessas ações para compor o fundo.

O ETF é adquirido como uma ação convencional no homebroker da corretora, mas necessita cuidados. As taxas cobradas pela gestora do ETFs, as taxas de corretagem cobradas pela corretora, a liquidez dos ETFs escolhidos, dentre outras variáveis podem reduzir o rendimento no longo prazo. Mas no geral são produtos bem seguros.

É relevante destacar que no Brasil os ETFs não pagam dividendo diretamente ao investidor. Eles reinvestem os dividendos automaticamente. Quando os ETFs são vendidos são pagos 15% de impostos sobre o lucro obtido com a venda, o que na prática é a tributação dos dividendos que foram pagos durante a duração da aplicação³¹.

Os ETFs podem ser adequados em uma estratégia de longo prazo para aposentadoria, aliado a outras estratégias. Como os ETFs têm um portfólio de diversas empresas, o risco é diminuído, mas não eliminado, pois afinal temos um produto de renda variável.

Os ETFs podem ser utilizados também para aplicação em empresas estrangeiras e o Brasil já dispõe destes produtos que investem em empresas americanas, chinesas e europeias, sem necessitar o envio de capital para o exterior. Cabe destacar que a compra de ETFs necessita de estudo para conhecer o produto, o portfólio deste, a estratégia, as taxas cobradas. Em suma, renda variável exige estudo.

Nos Estados Unidos cerca de 15.000 ações de empresas são negociadas nas bolsas americanas (Dow Jones, Nasdaq), você não pode adquirir um único veículo de investimento que permita que você participe de todas as 15.000 ações dessas empresas.

³⁰ ABNER DJ. The ETF Handbook. How to Value and Trade Exchange-Traded Funds. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. 371p. 2016.

³¹BLOG SUPER ECONOMIA. Disponível em: <https://blogsupereconomica.com/etf-paga-dividendo/>. Acesso em: 13 fevereiro 2021.

Mas você pode adquirir um veículo que contenha cerca de 3.000 dessas ações, que são justamente os ETFs, isso minimiza bastante os riscos envolvidos na renda variável. A diversificação aumenta a segurança. Faz a sua carteira menos volátil. E quando uma ação vai mal, outra pode ter um bom desempenho. Quando todo o mercado cai de forma significativa, a maioria das ações cai com ele. Este risco é inevitável. Mas você está melhor espalhando seu dinheiro tão amplamente quanto possível³². No Brasil contamos com alguns ETFs que replicam o índice Ibovespa (BOVA11) e o índice Dow Jones da Bolsa Americana (IVVB11).

Uma das críticas mais contundentes dos investidores brasileiros aos ETFs miram a gestão, pois os investidores não são consultados quanto as ações que farão parte do portfólio. Essa decisão cabe os gestores e isso incomoda alguns investidores. Temos que destacar dois pontos relevantes, o primeiro, os gestores destes produtos geralmente são pessoas altamente experientes e suas escolhas são orientadas por critérios técnicos. O segundo, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)³³ controla estes fundos através de um poderoso sistema normativo o que minimiza os riscos, mas não os elimina totalmente, sempre pode escapar algo, mas a ação da CVM é enérgica e punições podem ocorrer, tornando o sistema transparente³⁴.

1.6 Riscos da Renda Variável

As oscilações na B3 podem ser de três tipos principais: (1) as correções realizadas pelo próprio mercado; (2) as causadas pelas decisões políticas internas³⁵ e externas, e (3) as crises mundiais (pandemias, catástrofes, crise sub-prime de 2008)³⁶. Nestes momentos os investidores se assustam e podem entrar em pânico e vender seus

³² RICHARDS, A. All about exchange-traded funds. The McGraw-Hill Companies. 306p. 2003.

³³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br>. Acesso em: 13 fevereiro 2021.

³⁴ PORTAL G1. GLOBO.COM Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/05/27/cvm-abre-inqueritos-para-investigar-irregularidades-envolvendo-irb-brasil.ghtml>. Acesso em: 13 fevereiro 2021.

³⁵ MELHORES INVESTIMENTOS. COM.BR Disponível em: <https://www.osmelhoresinvestimentos.com.br/curiosidades/5-grandes-escandalos-que-fizeram-as-acoes-de-grandes-empresas-cairem/>. Acesso em: 13 fevereiro 2021.

³⁶ VALOR INVESTE Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2020/11/18/ibovespa-patina-a-sombra-dos-sinais-de-nova-onda-da-covid-19-no-brasil.ghtml>. Acesso em: 13 fevereiro 2021.

ativos com prejuízo. No curto prazo estes eventos políticos internos e externos podem provocar verdadeira erosão em alguns patrimônios e deixar um sabor amargo da experiência com a renda variável, impedindo o retorno destes investidores por um bom tempo à renda variável. No entanto, no longo prazo estes ruídos se tornam irrelevantes.

De acordo com LAWRENCE CARREL, 2008³⁷, um portfólio de fácil manejo e de potencial de crescimento consiste em dois investimentos, talvez três. E estes investimentos seriam ETFs. Não concordamos com essa estratégia do autor, ela pode ser válida nos Estados Unidos, mas no Brasil é necessário mais diversificação, devido às peculiaridades do mercado nacional, aliado a isso os ETFs brasileiros não pagam dividendos. Mas acredito que essa estratégia tenha seu valor no desenho de um portfólio objetivando a liberdade financeira. O autor continua dizendo que esta carteira é de risco bastante baixo e o ajuste das porcentagens ocorre de acordo com sua idade.

O Brasil possui atualmente cerca de 15 ETFs, mas ainda temos muito espaço de crescimento deste setor financeiro o que pode levar a uma diminuição das taxas de administração das operadoras devido a concorrência entre elas. Vemos possibilidades de ETFs nas áreas de seguridade, na área de empresas elétricas tradicionais e empresas que geram energias renováveis³⁸. Estes novos ETFs poderiam ser uma opção para o pequeno investidor para compor seu portfólio.

³⁷ CARREL L. ETFs for the Long Run What They Are, How They Work, and Simple Strategies for Successful Long-Term Investing. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. 373p. 2008.

³⁸ MIRALLES-QUIRÓS JL. MIRALLES-QUIRÓS MM. Are alternative energies a real alternative for investors? Energy Economics 78: 535–545. 2019.

Capítulo 2

FORMAS DE REMUNERAÇÃO DOS ACIONISTAS

BRASILEIROS

2.1 Introdução

Neste capítulo descreveremos os ganhos possíveis que os investidores brasileiros têm quando investem suas economias em ações, FIs e ETFs. O capítulo ficará adstrito aos ganhos mais comuns e acessíveis a todos os investidores, desde aqueles que compram uma ação, um FI ou um ETF, aos que compram centenas de lotes deles.

O objetivo primordial deste capítulo é desmistificar a aplicação na bolsa de valores, mostrar que este modal pode ser uma excelente alternativa para construção de patrimônio e que se o investidor estudar, fizer aportes regulares e tiver paciência é impossível perder dinheiro na Bolsa de Valores.

Abordaremos cinco principais formas de remuneração dos investidores brasileiros: o pagamento de dividendos (1), o pagamento de juros sobre o capital próprio (JCP) (2), o split (3), a bonificação (4) e a valorização dos ETFs (5).

Admitiremos que os investidores tratados neste trabalho, aqui são “*buy and holder*”, que são aqueles que compram ativos para mantê-los por longo prazo e em raríssimas ocasiões venderão suas posições, levando sempre a acumular ativos, com o objetivo de receber recursos suficientes para custear suas despesas sem necessitar de outros recursos. Após a morte do detentor destes ativos eles serão transferidos para seus herdeiros legítimos e legatários de acordo com a última vontade do *de cuius*. E estes novos detentores destes ativos comprarão mais e serão também eles “*buy and holder*”.

A estratégia “*buy and holder*” é a preferida e utilizada por grandes investidores no Brasil e no Mundo, como: BENJAMIN GRAHAM;³⁹ WARREN BUFFET⁴⁰; THOMAS ROWE PRICE Jr; JOHN NEFF; PETER LYNCH⁴¹; LUIZ BARSI; LUIS ALVES PAES DE BARROS; JORGE PAULO LEMMAN; LÍRIO PARISOTTO;

³⁹ GRAHAM B. ZWEIG J. O Investidor Inteligente- O Guia Clássico Para Ganhar Dinheiro Na Bolsa. Harper Collins. 2019

⁴⁰ HAGSTROM Jr RG. The Warren Buffett Way. John Wiley & Sons, Inc. 2005.

⁴¹ LYNCH P. ROTHCHILD J. One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market. Simon & Schuster. 2000.

JOSEPH SAFRA.

Não abordaremos a valorização direta da ação, pois como dito anteriormente as ações e os FIs somente em raríssimas ocasiões serão vendidas; as ações, FIs e ETS serão mantidos por muito tempo e somente estes últimos serão vendidos, e quando for muito vantajoso. Por isso a análise de ganho de capital será realizado para eles.

Nossa personagem Júlia será bastante suscitada neste capítulo. Precisamos aprofundar nossos conhecimentos sobre Júlia. Ela trabalha desde dos 18 anos, quando entrou na Universidade e se formou em Pedagogia, tornando-se professora da educação infantil. Júlia sempre foi assalariada e nunca passou mais de 5 meses desempregada. Júlia atualmente está com 51 anos e entrou em contato com os investimentos na bolsa de valores há bastante tempo. Sempre foi muito organizada e suas despesas eram pequenas, pois morava com a mãe, levando uma vida simples.

Júlia tem investimentos em renda fixa e em renda variável, mas somente abordaremos a carteira em renda variável, pois as aplicações em renda fixa têm apenas a finalidade de servir como reserva de emergência. A carteira de Júlia que será alvo dos nossos comentários é uma carteira bastante conservadora, composta de ações (ON e PN), FIs e ETFs. As ações contemplam as seguintes empresas: bancos, mineradoras, petrolíferas, cervejaria, empresas elétricas, empresas de saúde, empresas de seguro, pequenas empresas (small caps). Os FIs são divididos em FIs de tijolo, papel e fundos de fundos. Os ETFs de Júlia são os que acompanham os índices da Bovespa, o índice de bolsas americanas, índice de bolsas chinesas, índice de bolsas europeias e um índice atrelado ao ouro.

Mais algumas características da carteira de Júlia e do seu perfil de investidor. Ela não faz daytrade, ela é “*buy and holder*”, e não gira sua carteira. A carteira de ações de Júlia tem um rendimento anualizado de 8,5% a.a (ao ano), equivalendo a 0,68% a.m (ao mês). Ela tem R\$ 100.000,00 em ações que rendem R\$ 8.500,00 a.a; equivalente a R\$ 708,00 a.m. Em FIs, Júlia tem uma carteira com o R\$ 150.000,00, rendendo 8,0% a.a, equivalendo a 0,64% a.m. Neste investimento ela recebe R\$ 12.000,00; R\$ 1.000,00 a.m. Júlia tem uma carteira de R\$ 250.000,00 e recebe em média R\$ 20.500,00 a.a. sem desconto de impostos, o rendimento médio da sua carteira é de 8,2% a.a. equivalente 0,66% a.m, sem descontar a inflação. Sendo considerada uma pequena investidora pelos critérios adotados neste trabalho.

O pequeno investidor considerado neste trabalho será aquele que recebeu até R\$ 22,847,76 em 2020, na forma de dividendos. Equivale em média a R\$ 1.903,98 a.m.

Júlia tem R\$ 250.000,00 em sua carteira. Ela usa estes recursos como complemento de renda e reaplica uma parte para tentar deter os efeitos deletérios da inflação. No Brasil este cuidado deve ser uma constante porque a inflação nunca esteve totalmente controlada e pode minar os investimentos.

Em algum momento deste trabalho pode surgir a pergunta como Júlia conseguiu acumular mais de R\$ 250.000,00 somente em renda variável, sendo assalariada?. Essa é uma pergunta pertinente e de resposta simples, desde os 18 anos Júlia faz aportes de R\$ 300,00 na bolsa de valores, a uma taxa de 8,0% a.a em média. Se essa aplicação fosse realizada de forma linear Júlia teria mais de R\$ 400.000,00 depositados, no entanto Júlia em alguns meses não teve como realizar aportes e em algumas vezes não reaplicou os dividendos sendo essa segunda estratégia menos comum, Júlia sempre reaplicava os dividendos e corrigia a inflação atualizando os valores. Desde de muito cedo conheceu a magia dos juros compostos e somente recentemente ao completar 50 anos resolveu desfrutar mais da renda passiva produzida.

Por fim, mas não menos importante, devemos lembrar que a carteira de Júlia foi formada em mais de 30 anos, e ainda continua fazendo aportes. Não é indicação para a construção de nenhuma outra carteira. Júlia sempre procurou se manter informada da economia e da política do país e internacional, ela ler constantemente os relatórios das empresas e dos fundos imobiliários e mantém contato via e-mail com os gestores destes fundos para dirimir dúvidas. Queremos esclarecer que Júlia trabalha, viaja, compra livros, cuida dos filhos, vai ao cinema, sai com a mãe e amigos para restaurantes, tem cartão crédito e vive uma vida normal. O investidor não é um ser estranho que passa horas a fio atrás de uma tela de computador.

Isto posto vamos discutir um pouco sobre as formas de remuneração dos acionistas na bolsa de valores.

2.2 Dividendos

O arcabouço jurídico que regulamenta política de dividendos no Brasil está descrito nas leis: Lei nº 6.404, 1976⁴², Lei nº 9.457, 1997⁴³, da Lei nº 9.249, 1995⁴⁴ e

⁴² http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm.

⁴³ http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9457.htm#art1

⁴⁴Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9249.htm. Acesso em: 25 de março de 2021.

Lei nº10.301, 2001⁴⁵,

A lei nº 6.404, 1976, alterada pela Lei nº10.301, 2001, em seu art. 17, I, declara para ações preferenciais (PN), *in fine*:

“I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:.”

Como vimos a lei determina o pagamento de pelo menos 25% do lucro líquido do exercício e deverá ser pago como dividendos.

Outra lei importante na política de dividendos é a Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, que em seu art. 10, estabelece a isenção de lucros e dividendos em relação ao imposto de renda, *in verbis*:

“Art. 10. Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior.”

SCHREIBER E STROIK, 2005⁴⁶, em seu livro “**All About Dividend Investing**”, ainda sem tradução para a língua portuguesa, elencam alguns fatores que atraem atenção dos investidores para empresas que pagam dividendos. Dispusemos alguns deles na Figura 12. Vamos discutir alguns deles.

⁴⁵ Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm#art2 Acesso em: 25 de março de 2021.

⁴⁶ SCHREIBER JR D. STROIK GE. All About Dividend Investing. McGraw-Hill. 2005.

Figura 12- Vantagens de se investir em Empresas que pagam Dividendos



Fonte: Schreiber e Stroik, 2005⁴⁶, com modificações e adaptações.

2.1.1 Discussão das Vantagens das ações de Empresas que pagam Dividendos

2.2.1.1 Formação de Renda Passiva

Uma renda passiva que cubra todas as suas despesas mensais e possíveis imprevisto é um sonho que todos acalentam, mas que poucos realizam. O investimento em empresas que pagam dividendos pode tornar isso possível. Os Baby boomer que são pessoas nascidas entre 1946 e 1964 na Europa, Estados Unidos, Canadá ou Austrália, usam essas empresas como geradoras de renda para a sua aposentadoria.

No Brasil a renda para a velhice concentra-se basicamente na aposentadoria pelo Regime Geral de Previdência (INSS), Regime Próprio de Previdência e Previdências Privadas. Se concentrando a grande maioria no primeiro (INSS), as remunerações são baixas e aquelas pagas acima do salário mínimo não acompanham a inflação.

Com o investimento em empresas pagadoras de dividendos estes problemas são resolvidos ou amenizados, suponhamos que Júlia (nossa personagem fictícia) atenta a isso. tenha conseguido acumular na B3 uma quantia de R\$ 250.000,00. A carteira de ações de Júlia tem um rendimento anualizado de 8,5% a.a (ao ano), equivalendo a 0,68% a.m (ao mês). Júlia recebe em média R\$ 20.500,00 a.a. sem desconto de

impostos. O que equivale a R\$ 1.708,33 ao mês, isentos de impostos. Caso Júlia tenha outra renda, ela pode usar este dinheiro ou parte dele para comprar outras ações da mesma ou de outras empresas. Percebemos que esse valor recebido mesmo sendo baixo funciona como uma renda complementar e serve para pagar boa parte das despesas fixas que ela tem mensalmente.

De acordo com informações fornecidas pelo INSS, são pagos no Brasil todos os meses 35 milhões de benefícios (aposentadorias, pensões por morte, dentre outros), desses benefícios 58% (cerca de 20,30 milhões) são aposentadorias. Dos 35 milhões de benefícios pagos, cerca de 68% (cerca de 22,75 milhões) equivalem a 1 salário mínimo (R\$ 1.100,00, salário vigente de 2021)⁴⁷.

Nossa personagem Júlia recebe um valor bem mais elevado somente em renda passiva. Não podemos deixar de relatar que Júlia é segurada do INSS e quando atingir os critérios descritos na lei fará jus a sua aposentadoria.

2.2.1.2 Maneiras de Lucrar

Quando se investe em empresas que pagam dividendos, o lucro pode vir de várias formas, a primeira é o pagamento de dividendos como destacado acima a outra pode ser com a valorização das ações da empresa. Temos que ressaltar que a segunda premissa nem sempre é verdadeira de acordo com a Teoria de MODIGLIANI-MILLER, 1958⁴⁸, que afirmam que a forma de financiamento das empresas (capital próprio ou de terceiros) e o pagamento de dividendos não garantem mais valor a empresa⁴⁹. O valor vem dos projetos por ela desenvolvidos.

A Teoria MM como é conhecida trabalha com situações ideais em um mercado livre de interferências, o que não é o caso de um mercado real. Para testar a

⁴⁷ UOL. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/bbc/2019/01/22/reforma-da-previdencia-um-retrato-das-aposentadorias-no-brasil-em-6-fatos.htm>. Acesso em: 10 de junho de 2021.

⁴⁸ MODIGLIANI F. MILLER MH. The Cost of Capital: Corporate Finance, and the Theory of Investment, The American Economic Review, v. 47, iss. 3, Jun., 1958.

⁴⁹ MODIGLIANI F. MILLER MH. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. The Journal of Business. XXXIV(4): 411-433. 1961.

primeira parte da Teoria MM, TEIXEIRA e colaboradores, 2011⁵⁰, observaram que a estrutura de capitais não foi preponderante para determinar o desempenho das empresas por eles analisadas, o que corrobora a Teoria MM. A origem do capital usado pela empresa não é fator preponderante no desempenho das suas ações em bolsa.

E quanto a política de dividendos? Ela altera o valor das ações das empresas que pagam dividendos? Os resultados recentes são ainda inconclusivos. Queremos acreditar que como o mercado brasileiro é imperfeito, aquelas ações de empresas que pagam dividendos adquirem mais valor no longo prazo, contrariando a Teoria MM.

Em um estudo realizado em 1993 no mercado de ações brasileiro foi observado que aquelas empresas que se utilizarem da política de dividendos proposta deverão obter um incremento real nos preços de suas ações negociadas em bolsas de valores. Os investidores buscarão ações que lhes possibilite um ganho líquido maior, resultado de uma economia fiscal programada. O efeito da clientela aparece dentro desta nova roupagem. Então, poderíamos afirmar que a política de dividendos é relevante e maximiza o valor da empresa⁵¹. Este estudo reafirma o que dissemos e contraria a Teoria MM.

Em suma, investir em empresas que pagam dividendos pode ser mais vantajoso do que investir em empresas que não pagam. As vantagens são o pagamento dos dividendos e a maior valorização da ação. Essa conclusão só foi válida para poucas empresas estudadas no Brasil, faltam dados para podermos generalizar essa conclusão.

2.2.1.3 Proteção contra a inflação

O recebimento periódico de dividendos pode proteger o investidor dos efeitos maléficos da inflação. Como o pagamento é realizado em dinheiro ele pode investir este dinheiro de várias maneiras e pode investir em ativos que estão sendo beneficiados momentaneamente pela inflação.

Citamos um exemplo: em um período (07/2015 a 08/2016), a taxa selic que

⁵⁰TEIXEIRA BR. PRADO MF. RIBEIRO KCR. Um Estudo da Teoria de Modigliani-Miller através do Caso de Empresas Brasileiras: Analisando a Irrelevância da Estrutura de Capitais. FACEF PESQUISA, Franca, 14(1):67-79. 2011.

⁵¹ PROCIANOY JL. POLI BTC. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do Desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. Revista de Administração de Empresas. São Paulo, 33(4):6-15 Jul./Ago. 1993.

serve de indicador financeiro no Brasil, chegou 14,25% ao ano. Neste momento a renda fixa seria um bom investimento. Os dividendos poderiam ser usados para elevar o percentual da carteira em renda fixa e lucrar com os juros advindos da taxa selic elevada, amortecendo os efeitos inflacionários do período.

2.2.1.4 Empresas mais estáveis pagam bons dividendos

Mesmo nem sempre sendo essa máxima verdadeira ela é muito importante. Quando se investe em empresas que pagam dividendos de forma regular, geralmente são empresas melhores estabelecidas no mercado, as chamadas *blue chips*, e se estes dividendos forem crescentes e consistentes, simplesmente não há melhor indicador sobre o estado de saúde financeira da empresa.

Dividendos são dinheiro real; dividendos provam que a empresa está ganhando dinheiro; você não pode pagar o que não tem. Então, em vez de tentar determinar a lucratividade estudando os ganhos, estude sua história de dividendos. No final do dia, dividendos são a confirmação mais segura da lucratividade de uma empresa, uma vez que os dividendos só podem surgir da realidade dos ganhos⁵².

2.2.1.5 Propriedades das ações continua enquanto colhe os lucros

Essa é uma das vantagens que considero mais relevante e explico o porquê. O mercado de renda variável reage muito rápido a mudanças políticas, econômicas, geopolíticas, cambiais e muitas outras que seriam difíceis de elencar. Muitas vezes reage antes e de forma desproporcional e algumas vezes é tomado por um pânico que não tem bases racionais. Outras vezes a crise pode ser séria e os danos permanentes.

O grande problema reside em como diferenciar as duas, o que é ruído e o que é uma crise de verdade, como a pandemia e a crise subprime de 2008?. Quando se investe em ações que pagam dividendos não é necessário que se acompanhe o mercado diariamente em busca da nova crise porque mesmo em tempos difíceis como os atuais devido a pandemia de SARS-COV-2 (COVID 19) (Coronavírus), as empresas continuam pagando dividendos.

⁵² WRIGHT K. Dividends Still Don't Lie. The truth about investing in blue chip stocks and winning in the stock market. John Wiley & Sons, Inc. p.34. 2010.

Assim sendo o acionista tem um repasse de dinheiro certo sem ter que vender suas ações e mantendo a propriedade de forma a minimizar o pânico que costuma tomar conta dos investidores nos momentos de crise.

No dia 12 de março de 2020⁵³, conhecida com a quinta-feira negra, a B3 acionou duas vezes o circuit break, que é uma suspensão das atividades, que pode evoluir para uma paralisação total se a queda nas ações for muito grande. Depois que a Organização Mundial de Saúde (OMS) anunciou formalmente que o mundo vivia uma pandemia de SARS-COV-2 (COVID 19), os investidores se assustaram e começaram a vender ativos que em nada se correlacionavam com as áreas afetadas economicamente pelo coronavírus.

Neste momento, ter ações que pagam dividendos funcionam como um tranquilizante e acalma o investidor. Os grandes investidores, aproveitam estes momentos para comprar os ativos de boas empresas que estão sendo vendidos a preços baixos. Os pequenos investidores costumam se assustar e fugir da bolsa de valores e geralmente perdem dinheiro, às vezes, as economias de uma vida inteira.

Neste mesmo diapasão concorda os autores PETER LYNCH e JOHN ROTHCHILD, (1996, p.72)⁵⁴:

“Os dividendos também trazem um benefício psicológico. Em um mercado em baixa ou uma correção, não importa o que aconteça com o preço das ações, você ainda receberá os dividendos. Isso lhe dá um motivo extra para não vender em pânico”.

Casos como estes aconteceram recentemente com a eclosão da pandemia de COVID-19. As empresas brasileiras anunciaram o adiamento ou a redução dos percentuais pagos em dividendos aos seus acionistas, mesmo assim muitas continuaram pagando e dessa forma pode ter contribuído para a minimização da histeria que tomou conta dos mercados.

Em um estudo realizado nos Estados Unidos com quase 1.400 empresas foi

⁵³FOLHA DE SÃO PAULO. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/03/veja-todas-as-vezes-que-a-bolsa-brasileira-acionou-o-circuit-breaker.shtml>. Acesso em: 27 abril 21.

⁵⁴LYNCH P. ROTHCHILD J. Learn to Earn: A Beginner's Guide to the Basics of Investing and Business. Simon & Schuster. 272p. 1996.

analisado o impacto da pandemia COVID-19 no pagamento de dividendos⁵⁵. Das 1.400 empresas pagadoras de dividendos, 213 (15,20%) cortaram dividendos e 93 (6,64%) omitiram dividendos inteiramente no segundo trimestre de 2020. Esta proporção (21,84%) de cortes e omissões é três a cinco vezes maior do que em qualquer outro trimestre desde 2015. A crise financeira de 2008 foi caracterizada por uma alta proporção de empresas financeiras cortando dividendos. Por outro lado, encontramos evidências de aumento de cortes de dividendos em todos os setores da indústria. No agrupamento da indústria uma em cada seis empresas cortaram dividendos. Os resultados da regressão indicam que o lucro líquido e a dívida são determinantes de empresas cortando dividendos em todos os períodos, mas a importância econômica é muito maior durante a pandemia.

O mercado normalmente reage desfavoravelmente aos cortes e omissões de dividendos e os gerentes relutam em enviar dados negativos via reduções de dividendos. No entanto, em tempos de crise, reduzir ou eliminar dividendos fornece às empresas caixa adicional e flexibilidade que podem ser úteis na resposta à incerteza.

A crise financeira de 2008 testemunhou o corte de dividendos de empresas financeiras muito mais elevados do que as taxas normais, enquanto outras empresas mantiveram políticas de dividendos relativamente estáveis. No período que estamos vivendo de COVID-19, entidades de capital aberto testemunharam taxas muito mais altas de cortes de dividendos e empresas industriais tiveram taxas muito maiores de omissões de dividendos. Assim, visto exclusivamente da perspectiva da política de dividendos, a pandemia de COVID-19 é um evento único e claramente digno de análise e estudo adicionais.

Sobre os dividendos vejamos o que nos ensina em seu livro PETER LYNCH E JONH ROTHCHILD, (1996, p.120) dois investidores em bolsa de valores de maior sucesso e alcance mundial⁵⁴:

“Como atração adicional, muitos fundos pagam um bônus em dinheiro na forma de dividendos. Acontece regularmente - quatro vezes por ano, duas vezes por ano, ou mesmo doze vezes por ano. Você pode gastar este dinheiro como quiser quer - em ingressos de cinema, discos compactos, óculos de sol – para se recompensar por investir no fundo.

⁵⁵ KRIEGER K. MAUCK N. PRUITT SW. The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. Finance Research Letters 1: 1-7. 2020. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101910>

Ou você pode fazer um favor maior a si mesmo usando o dividendo para comprar mais ações. Isso é chamado de "opção de reinvestimento" e, uma vez escolhida, os dividendos são reinvestidos automaticamente. Quanto mais cotas de ação você compra, mais você tem a ganhar com o sucesso futuro do fundo, e é por isso que seu o dinheiro vai crescer mais rápido se você jogar os dividendos no pote."

E continuam os autores, com adaptações para o mercado brasileiro, realizadas pelo autor deste trabalho:

*“Quando você compra um **CDB, LCA, LCI, Título de Tesouro Direto**, você está apenas fazendo um empréstimo, mas quando você investe em uma ação, você está comprando um pedaço de uma empresa. Se a empresa prospera, você compartilha da prosperidade. Se pagar um dividendo, você o receberá, e se aumenta o dividendo, você colherá o benefício. Centenas de empresas de sucesso têm o hábito de aumentar seus dividendos ano após ano. Isto é um bônus por possuir ações que as tornam ainda mais valiosas. Eles nunca aumentam a taxa de juros de um título! **(depende do contrato)**” (grifos e adaptações nossos).*

Os autores chamam atenção para uma questão relevante:

“Finalmente, a empresa pode pagar dividendos. A maioria das empresas faz isto. Os dividendos não são totalmente positivos - uma empresa que paga está desistindo da chance de investir este dinheiro em si mesmo. No entanto, os dividendos são muito benéficos para os acionistas.”

Neste ponto remeto o leitor para o capítulo 1, no qual explicamos o que significa payout. No Brasil as empresas que pagam dividendos podem fazê-lo pagando 25% do lucro líquido, conhecido como dividendos mínimos, no entanto existem empresas que pagam até mais de 100% do seu lucro líquido em dividendos, ou seja, retiram parte dos dividendos do capital próprio da empresa.

O que os autores destacam é que o fato de pagamento de dividendos pode comprometer o futuro investimento na própria empresa, mas mostram isso como benéfico para os acionistas que detém suas cotas. A empresa pode obter outras formas de financiamento que não somente o investimento de todo o lucro, ou mesmo o dinheiro obtido no IPO (Initial Public Offering, em inglês; é uma sigla que significa Oferta Pública Inicial), que marca a entrada da empresa na B3.

A empresa pode captar recursos através da regulação de seu percentual de *free float*. *Free float* é o percentual das ações de uma empresa que está em circulação na Bolsa de Valores, livre para qualquer investidor interessado. A bolsa de valores brasileira exige um *free float* mínimo de 25%. Quando a empresa se valoriza suas ações valerão mais no mercado primário e secundário facilitando a captação de dinheiro para futuros investimentos.

Em seu livro “*All about dividends investing*”, ainda sem tradução no Brasil, os autores SCHEREIBER E STROIK, 2005, descobriram que as ações de dividendos eram a solução para uma série de problemas de investimento. Os dividendos foram a cola que parecia manter as carteiras de seus clientes unidas. Os dividendos trabalham para quase todos, estejam eles apenas começando a investir ou já estão na aposentadoria. Eles reduzem o risco, proporcionam crescimento e aumentam a renda de forma constante ao longo do tempo⁴⁷.

O investimento em dividendos é a base para construir sua riqueza de forma constante, trimestre após trimestre em mercados bons e ruins. Você pode gastar seu fluxo de pagamentos de dividendos como outra fonte de renda.

Não podemos esquecer que para o pagamento de dividendos de forma a refletirem os lucros da empresa pagadoras, elas tem que auferirem lucros e que este lucro seja registrado em seus balanços contábeis. A transparência dos dados publicados, a lisura no manejo dessas informações, a governança e o estrito cumprimento da lei são requisitos para garantir o pagamento de dividendos de forma efetiva. Empresas já foram denunciadas por contabilidade criativa e por conta de falsificações de balancetes nos quais informavam lucros que não existiam. Diante disso pesquisadores concluíram após um estudo amplo com várias empresas de 33 países que aquelas empresas com sede em países nos quais o Estado de Direito prevalece, pagam uma taxa de dividendos mais elevada. Esta associação positiva entre o pagamento da meta e o estado de direito apóia

o "modelo de resultado" da teoria da agência de dividendos⁵⁶.

Os investidores em países relativamente cumpridores da lei (Argentina, Brasil e Chile) são capazes de extrair dividendos mais elevados do que os investidores em países onde o Estado de Direito é mais frágil (Colômbia, México e Peru)⁵⁷.

2.1.2 Dividendos dos Fundos Imobiliários

Uma carteira bem equilibrada que vise viver de renda passível não pode deixar de ter em seu portfólio FIs, no capítulo 1 explicamos os fundamentos dos FIs. Eles pagam dividendos mensais, geralmente tem preço de aquisição que é um pouco mais dispendioso, no entanto, seus dividendos são pagos de forma mensal o que permite ao pequeno investidor uma programação de quanto receber a cada mês. Uma outra vantagem que encontramos nos FIs além da periodicidade é a menor volatilidade, quando comparado as ações. Eles são menos sujeitos a ruídos e os valores das cotas oscilam menos, mas lembre-se são renda variável e não podem ser usados nem como reserva de emergência nem como reserva de oportunidade ou uma fonte de dinheiro que se precisará em curto prazo.

Quanto a tributação dos dividendos eles tem um peculiaridade, pessoas físicas que detêm volume inferior a 10% do total das cotas, fundo com no mínimo 50 cotistas e suas cotas sejam negociadas exclusivamente em Bolsa ou mercado de balcão organizado, são isentas de Imposto de Renda nos rendimentos distribuídos e tributadas em 20% de Imposto de Renda sobre eventual ganho de capital na venda da cota (Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993)⁵⁸. Isso significa que seus dividendos não são tributados.

Sempre que o investidor vender cotas de FIs e auferir lucro ele tem que pagar 20% do ganho de capital como reportamos no capítulo anterior, tendo que pagar o imposto até o final do mês subsequente à venda. No entanto, não custa lembrar que o nosso pequeno investidor é “*buy and holder*” ele só compra e raramente vende. E os FIs não são os ativos escolhidos preferencialmente para a venda.

⁵⁶ LA PORTA R. LOPEZ-DE-SILANES F, ANDREI SHLEIFER A. VISHNY RW. Agency Problems and Dividend Policies around the World. The Journal of Finance. LV(1):1-33. 2000.

⁵⁷ BENAVIDES. J. BERGGRUN L. PERAFAN H. Dividend and payout policies: Evidence from Latin America. Finance Research Letters 17:2016.197–210. 2016.

⁵⁸ Disponível: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8668.htm. Acesso em: 07 maio 2021.

2.3 Juros Sobre Capital Próprio (JCPS)

Os JCP são um mecanismo de pagamento realizado pela empresas aos seus acionistas. Estes pagamentos complementam a renda do acionista, mas são tributados na fonte em 15%. O acionista já recebe o valor descontado do imposto de renda na fonte, o que diminui consideravelmente o valor final pago.

No caso dos dividendos o imposto é pago pela empresa, no JCP o imposto é pago pelo próprio acionista. Estudos realizados com empresas brasileiras indicam que essas empresas preferem pagar dividendos em dinheiro em vez de juros sobre capital próprio, apesar dos incentivos fiscais em contrário destes últimos⁵⁹. Este achado pode ser devido ao fato de se pagar uma vantagem em dinheiro sem desconto tornaria essa empresa mais atrativa aos acionistas. Essa nossa proposição é contrária a Teoria MM e explicamos anteriormente os motivos.

2.4 SPLIT

Uma outra forma de remuneração dos acionistas é o split, que nada mais é que a quebra das ações em ações com valores menores. Como exemplo temos uma ação que custa R\$ 100,00, pode sofrer um split de 1/10, cada ação depois do split custará R\$ 10,00. A vantagem imediata é a o aumento da liquidez. O investidor pode dispor de uma parte de suas ações sem ter que abrir mão de toda as suas ações. Outra vantagem é que o investidor poderá adquirir mais ações com um menor valor em dinheiro.

2.5 Bonificação

Recentemente um grande banco brasileiro, Bradesco -(BBDC4) anunciou a integração de R\$ 4 bilhões ao seu capital social. Essa integração elevará o capital social da empresa para R\$ 83,1 bilhões. Essa medida trará um benefício direto aos acionistas preferenciais (PN) que a cada lote de 10 ações do banco receberão como bônus mais uma ação. Se o acionistas tiver 100 ações (BBDC4) receberá 10 ações de bônus e assim sucessivamente.

⁵⁹ BOULTON T.J. BRAGA-ALVES MV. SHASTRI K. Payout policy in Brazil: dividends versus interest on equity. J. Corporate Finance 18, 968–979. 2012.

2.6 Aluguel das Ações e dos Fundos Imobiliários

Para aqueles investidores que são disciplinados e não pretendem se desfazer dos seus ativos, uma alternativa para aumentar a lucratividade, é o aluguel destes ativos. O aluguel transfere a posse para o que contrata o aluguel sem modificar a propriedade destes ativos e nada interfere no recebimento dos dividendos. Cabe ao que alugar pagar um determinado valor findo o contrato.

O processo é totalmente seguro, pois é todo realizado pela própria B3. Não tem risco, para o que aluga. Essa operação pode fornecer um pouco mais de rendimento a sua carteira. Vamos exemplificar para tornar mais claro o que acabamos de descrever. Os tomadores têm como meta pegar as ações a um preço X, durante o período do contrato o preço cai e ele pagará X-1 pela mesma quantidade de ações, ficando com o lucro. Pegou 1.000 ações a R\$ 29,35 e elas depois de 6 meses caíram para R\$ 22,35, o tomador encerra o contrato devolvendo as 1.000 ações que ele compra no mercado a R\$ 22,35, lucrando R\$ 7,00/ação. Após pagar a taxa de aluguel fica com o lucro líquido. As taxas de aluguéis variam para cada ativo.

Existe um risco para o tomador que é o aumento do preço das ações, se essas mesmas ações descritas acima subirem para R\$ 35,35, o tomador terá um prejuízo de R\$ 6,00/ação, fora o aluguel, o que nos leva a concluir que essa estratégia (tomador) deve ser utilizada somente se você conhecer bem o mercado. Júlia não se posiciona como tomadora apenas como doadora, pelo riscos inerentes ao processo.

2.7 Subscrições em cotas novas de FIs com valores das cotas descontados

Para os detentores de cotas de FIs é comum os gestores concederem o direito à subscrição de novas cotas com valores mais baixos que os praticados no mercado balcão. E isso pode ser um bom modo de lucrar com essas cotas.

Vamos recorrer a um exemplo. Júlia possui em sua carteira 1.500 cotas de um FI, e o gestor resolve emitir novas cotas deste FI. Os gestores enviam para a B3 as condições e essa envia para as corretoras. As corretoras entram em contato via email com o investidor oferecendo 300 cotas deste FIs com um desconto de 10%, com data para o exercício. Júlia decidirá se possui interesse em adquirir as cotas, se sim, ela preenche o formulário e adere a proposta. Ela pode adquirir qualquer quantidade dessas 300 cotas, inclusive declinar e não adquirir nenhuma cota. Podendo inclusive vender seus direitos de subscrição, deve pagar imposto sobre essa venda.

Uma outra forma de ganhar dinheiro nessas subscrições é a flipagem, que consiste em vender as cotas de FIs que fazem parte da carteira e comprar as novas cotas descontadas. É uma prática especulativa na qual recaem a cobrança de impostos (20% sobre o ganho de capital)⁶⁰. Júlia não realiza essa prática por achar especulativa e mexer demais na carteira.

Quando tem recursos disponíveis e aquele ativo é uma parte relevante para seu portfólio, Júlia costuma adquirir novas cotas nas subscrições quando as condições são atrativas, pois potencializa os ganhos da carteira.

2.8 Valorização dos ETFs

Existe uma crença no mercado brasileiro que ETFs não pagam dividendos, mas essa crença não condiz com a realidade, eles costumam pagar dividendos que são imediatamente reinvestidos pela gestora nos próprios ETFs. O mais apropriado seria dizer que os ETFs não geram fluxo de caixa. Os ganhos com este ativo vem da sua valorização no longo prazo.

A venda de ETFs, quando ocorrer valorização, será tributado em 15% sobre o ganho de capital, então o pequeno investidor deve está atento, pois cabe a ele gerar o DARF e realizar o pagamento até o mês seguinte a venda.

Estes ativos acompanham índices e contém em seu portfólios uma quantidade de empresas selecionadas pelos gestores. A valorização destes ativos pode ser um mecanismo importante de potencialização da carteira. Sua gestão é profissional e não requer grandes esforços para entender como funcionam.

Júlia começou com estes ativos, no lugar de escolher uma empresa e correr riscos por alguns fatores que ela desconhecia, ela preferiu entrar no mercado com estes ativos. Com uma única compra Júlia se tornou sócia de dezenas de empresas no Brasil e no Exterior, além da possibilidade de dolarização da carteira, o que no Brasil é uma estratégia importante.

Estes ETFs possuem uma outra característica importante além da simplicidade de investimento, em geral os preços cobrados por eles são acessíveis ao pequeno investidor. Com isso o investimento nestes ativos pode ser realizados todos os meses sem causar grandes danos ao orçamento doméstico. Sabemos que um dos fatores de sucesso na Bolsa de Valores é a regularidade dos aportes.

⁶⁰ SUNO. Disponível em : <https://www.suno.com.br/artigos/flipagem/>. Acesso em: 08 maio 2021.

Capítulo 3

A POLÍTICA DE TRIBUTAÇÃO DE DIVIDENDOS PRATICADA AO REDOR DO MUNDO

3.1 Introdução

A tributação dos dividendos é um tema que suscita debates muitas vezes acalorados de diversos setores da sociedade. Neste capítulo discutiremos como ocorre essa tributação em outros países e nos capítulos seguintes nos dedicaremos a descrever como ocorre especificamente a tributação de todos os recursos financeiros que podem ser obtidos na Bolsa de Valores Brasileira (B3) e possíveis alternativas que possam de alguma forma ajudar a fornecer argumentos para a discussão.

Deixamos claro que o nosso trabalho tem como objetivo fornecer subsídios que ajudem a tornar este tema, tão discutido recentemente, mais claro ao leitor. Os argumentos que suscitam essa discussão acerca da tributação são complexos e multifacetados e reúnem especialistas de diversas áreas como advogados, contabilistas, financistas, investidores, economistas, políticos dentre outros.

3.2 A Tributação dos Dividendos ao Redor do Mundo

A alíquota aplicada na tributação de dividendos varia de país para país e pode ter uma alíquota de zero, como no caso do Brasil e da Estônia, até 51% como ocorre na República da Irlanda. Na Figura 13 podemos ver as alíquotas incidentes sobre os dividendos praticadas em muitos países ao redor do mundo, inclusive no Brasil, nos anos de 2015⁶¹ e 2021⁶².

A primeira lição que a Figura 13 nos ensina é que a legislação que rege a tributação dos dividendos é muita fluida e pode se adaptar com o momento político ou econômico. Podemos reconhecer algum grau de extrafiscalidade na tributação dos dividendos. O fenômeno conhecido como extrafiscalidade consiste em utilizar o tributo

⁶¹ WIKIPEDIA. Disponível em: https://en.wikipedia.org/wiki/Dividend_tax#cite_note-43. Acesso em: 16 abril 21.

⁶² OCDE. Disponível em: https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=TABLE_I14. Acesso em: 16 abril 21.

não apenas com finalidade arrecadatória, mas como parte para estimular/desestimular condutas.

A extrafiscalidade no escólio de HUGO DE BRITO MACHADO SEGUNDO⁶³ é:

“(...) fala-se de função extrafiscal quando o tributo é utilizado para um fim, ou um propósito, diferente da obtenção de receitas. A entidade não institui e cobra o tributo para financiar seu orçamento, ou o orçamento de “prolongamentos” seus, mas sim para atingir outras finalidades, dirigindo comportamentos, estimulando ou desestimulando condutas etc. Todo tributo tem este efeito na economia, de estimular ou desestimular condutas, ainda que isso não seja conhecido ou desejado por quem o idealiza. A extrafiscalidade consiste em utilizar deliberadamente este efeito para a consecução de propósitos específicos.”

E qual seria essa função extrafiscal? Em uma análise muito restrita, em países nos quais $r > g$, onde r é a renda do capital e g o crescimento do país, tende-se a se ter um aumento da desigualdade. Isso significa em uma explicação simples que o fato de se tributar os rendimentos do capital teria como fim último desacelerar seu crescimento e com isso diminuir a desigualdade, ou pelo menos frear seu crescimento.

Fizemos aqui uma análise muito resumida do que pode ser extraído do livro de THOMAS PIKETTY, O Capital no Século XXI, 2014⁶⁴.

“Quando a taxa de remuneração do capital ultrapassa a taxa de crescimento da produção e da renda, como ocorreu no século XIX e parece provável que volte a ocorrer no século XXI, o capitalismo produz automaticamente desigualdades insustentáveis, arbitrárias, que ameaçam de maneira radical os valores de meritocracia sobre os quais se fundam nossas sociedades democráticas.”

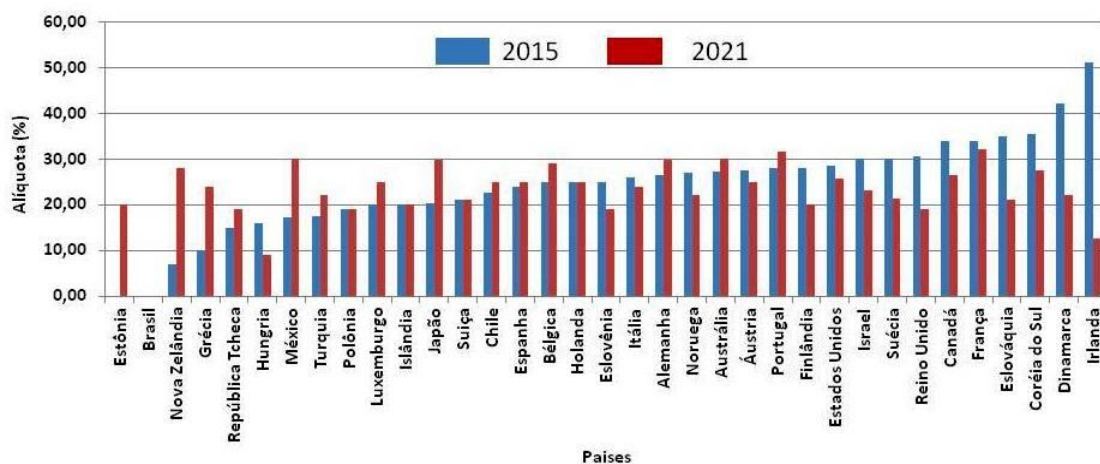
Podemos observar que o Brasil e a Estônia não tributavam dividendos em 2015, cenário que se alterou em 2021 na Estônia, mas não no Brasil, voltaremos a este

⁶³ MACHADO SEGUNDO HB. Manual de Direito Tributário. 10ª Edição. Editora Atlas. p.64. 2018.

⁶⁴ PIKETTY. T. O Capital no século XXI. Editora Intrínseca. p. 11. 2014.

tema no próximo capítulo.

Figura 13: Comparação de Alíquotas da Tributação dos Dividendos em diversos países em dois momentos distintos 2015 e 2021 ^{62,63}



Fonte: Wikipedia, 2015.⁶² OCDE, 2021⁶³

Alguns países menores também isentam os dividendos de tributação. Na Armênia, não havia um imposto sobre dividendos até a lei tributária recentemente adaptada, segundo a qual os cidadãos armênios pagam 5% e os não-cidadãos 10% da renda anual. Em Hong Kong, não há imposto sobre dividendos. No Irã, não há impostos sobre os dividendos⁶².

Na União Européia ocorre uma heterogeneidade quanto à tributação dos dividendos quando se compara entre os países as alíquotas aplicadas. Na Áustria, o *KeSt (Kapitalertragsteuer)* é usado como taxa de imposto sobre dividendos, que é de 27,5%. Na Bélgica, é cobrado um imposto de 30% sobre os dividendos, conhecido como "*roerende voorheffing*" (em holandês) ou "*précompte mobilier*" (em francês). Na Bulgária, a alíquota é de 5%.

Na República Tcheca, a alíquota é de 15% sobre os dividendos. O governo tcheco em 2012 queria reduzir a dupla tributação sobre a renda das empresas, mas isso não foi aprovado. Na Finlândia, há um imposto de 25,5% ou 27,2% sobre os dividendos. No entanto, as taxas de imposto efetivas são de 45,5% ou 47,2% para particulares. Isso porque os lucros das empresas já foram tributados, o que significa que os dividendos são tributados duas vezes. O imposto de renda corporativo é de 20%.

Na Itália, há um imposto de 26% sobre os dividendos, conhecido como "imposto sobre ganho de capital". Na França, há um imposto de 30% sobre os dividendos de pessoas físicas e de 60% para as pessoas jurídicas. Na Alemanha, a alíquota é de 25% sobre os dividendos, conhecido como "*Abgeltungssteuer*", mais um imposto de solidariedade de 5,5% sobre o imposto sobre os dividendos. Efetivamente, o imposto é de 26,38%.

Na Grécia, a alíquota é de 10% sobre os dividendos para pessoas físicas. Na Irlanda, as empresas que pagam dividendos devem geralmente reter o imposto à taxa padrão (em 2007, 20%) dos dividendos e emitir um comprovante de imposto para incluir os detalhes do imposto pago. Uma pessoa não sujeita a imposto pode reivindicá-lo no final do ano, enquanto uma pessoa sujeita a uma taxa de imposto mais elevada deve declará-lo e pagar a diferença.

Em Israel, há um imposto de 25% sobre os dividendos para pessoas físicas e 30% para os principais acionistas (que detêm acima de 10% das ações da empresa). Se uma empresa (pessoa jurídica) recebe um dividendo, o imposto é de 0%.

Na China, a taxa de imposto sobre dividendos é de 20%, mas desde 13 de junho de 2005, os dividendos são tributados em 50%.

Precisamos destacar que quando comparamos dois momentos distintos 2015 e 2021, observamos que ocorreu uma redução nas taxas de muitos países (Figuras 13). Em 2015, as alíquotas praticadas eram bem mais elevadas que em 2021 principalmente nos países europeus e na Coreia do Sul. Em 2021 ocorre uma mudança e somente dois países europeus (Portugal e França) continuaram praticando alíquotas superiores a 30%. Portugal tributa os dividendos em 31,50 % e a França 32,02%.

Na América Latina os dados mostram que o Chile tributa os dividendos em 25% e o México 30%.

Alguns países elevaram, outros reduziram, a alíquota de tributação incidente sobre os dividendos, não sendo possível estabelecer um padrão identificável a não ser o destacado anteriormente, a heterogeneidade e a de que a grande maioria dos países tributam os dividendos. Chama atenção a Irlanda que reduziu a alíquota de 51% para 12,5% e a Dinamarca que reduziu de 42% para 22%. Do lado oposto tem Japão que elevou de 20,30% para 29,74% e o México que elevou de 17,10% para 30,00%, de acordo com a Figura 13.

Todos estes dados foram retirados da página da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico ou Económico) e do WORLDWIDE

CORPORATE TAX GUIDE, 2020⁶⁵.

Cabe destacar que essas alíquotas podem variar e estes dados foram explicitados apenas para fornecer uma visão panorâmica da tributação dos dividendos ao redor do mundo, nunca foi o propósito deste trabalho estudar a tributação destes ativos nos diversos países do mundo, primeiro pelas especificidades dos sistemas tributários de cada país e segundo pela heterogeneidade dessas legislações que se encontram muito além do escopo deste trabalho. O que deve ficar para o nosso leitor, é que a grande maioria dos países tributam os dividendos pagos aos acionistas e o Brasil não o faz.

3.3 A América Latina e os Dividendos, uma relação complexa e heterogênea

Em um trabalho realizado com 754 empresas da América Latina que operam nas bolsas de valores: (Argentina (Buenos Aires SE – 72 empresas), Brazil (BM&F Bovespa – 257 empresas), Chile (Santiago SE – 142 empresas), Colombia (Bolsa de Valores de Colombia – 41 empresas), México (Bolsa Mexicana de Valores – 121 empresas), Peru (Bolsa de Valores de Lima – 103 empresas), Venezuela (Bolsa de Valores de Caracas – 21 empresas)), de 1994-2014, os pesquisadores constataram que existe uma flexibilidade substancial na política de pagamentos de dividendos na América Latina. A velocidade de ajuste e as taxas de pagamento alvo são, de fato, muito maiores na América Latina do que na América do Norte. Além disso, a taxa de formação de hábito dos gestores de empresas no que diz respeito às decisões de política de pagamento, é marcadamente baixa. Os autores deste estudo sugerem que as empresas latino-americanas podem exibir mais informações assimétricas (devido a uma imaturidade financeira) que podem ser um pouco compensadas por altos índices de dividendos⁶⁶. Isso é reflexo do contexto econômico-político da região, na América Latina os ruídos são mais frequentes o que pode levar a uma instabilidade dos pagamentos dos dividendos. Todos os especialistas em mercados de ações são unânimes em dizer que rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. Essa máxima vale para todos os investimentos realizados nessa parte do globo.

⁶⁵ WORLDWIDE CORPORATE TAX GUIDE. EYGM Limited. 2020.

⁶⁶ HENK VON EIJE H. GOYALA. MUCKLEY CB. Flexible firm-level dividends in Latin America. Finance Research Letters. 23:133-6. 2017. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.02.012>

Cabe ressaltar que em um mercado volátil como nosso, as especulações são constantes e podem gerar muitos prejuízos para os que operam com base apenas na especulação.

Podemos observar ao longo de todo este capítulo que a tributação na América Latina varia em alíquota de país para país, mas todos tributam estes dividendos provenientes das empresas a exceção destes países Latino-americanos é o Brasil. Nosso próximo capítulo cuidará dessa questão.

3.4 Os Efeitos da Tributação dos Dividendos nas Empresas

Em trabalhos seminais sobre empresas e dividendos MILLER, M. H., MODIGLIANI, F. (1961) E MILLER, M. H., SCHOLLES, M. S. (1978) sustentaram duas afirmações relevantes; (1) que o valor de uma empresa não é afetado por sua política de dividendos. No entanto, se o sistema tributário for alterado, a empresa deve alterar a política de dividendos para evitar a arbitragem tributária. (2) Quando a taxa de imposto sobre o ganho de capital é menor do que a taxa de imposto pessoal sobre a renda ordinária, os acionistas provavelmente preferem receber receita na forma de ganhos de capital em vez de dividendos.

Quanto a primeira afirmação de que o valor da empresa não é afetada pela sua política de pagamentos de dividendos devemos destacar algumas questões, no Brasil apesar dos estudos científicos ainda serem insípidos acreditamos que essa informação não seja sustentável⁶⁷. Empresas com políticas de pagamentos de dividendos são procuradas com maior frequência pelos acionistas o que eleva sua relação P/VP (preço da ação/valor patrimonial). Este índice mede o preço sobre o valor patrimonial. Quando este índice é igual a 1, temos que o preço da ação está próximo do seu valor patrimonial, se este índice é menor que 1, essa empresa está descontada e sendo maior que 1, indica que a empresa está valorizada. É possível ter os dois, ou seja: empresas que distribuem dividendos e também valorizam⁶⁸.

Em um estudo com uma amostra composta de 28.895 empresas situadas em 30 países, em um período de tempo de 29 anos, ficou demonstrado uma relação negativa

⁶⁷ SUNO. <https://www.suno.com.br/artigos/dividendos-2018-acoas-investir/>. Acesso em: 10 maio 2021.

⁶⁸ SUNO. <https://www.suno.com.br/artigos/acoas-de-dividendos-nao-valorizam/>. Acesso em: 10 maio 2021

entre as taxas de imposto sobre dividendos e o pagamento de dividendos. As empresas aumentam o pagamento de dividendos em resposta a ambas diminuições absolutas e relativas nas taxas de imposto sobre dividendos. Esta relação negativa é robusta para aumentos, diminuições, choques e variação contínua em taxas de imposto sobre dividendos e afeta tanto o status do pagador de dividendos quanto o nível de pagamento de dividendos. Porém, os pagadores de dividendos não aumentam os níveis de pagamento de dividendos após diminuições nas taxas de imposto sobre dividendos. A relação negativa entre as taxas de imposto de dividendos e o pagamento de dividendos é mais forte em países e empresas com melhor governança e sugere uma elasticidade de tributação de dividendos de $-0,45^{69}$.

Quanto à segunda afirmação no Brasil ela é evidente, pois os acionistas brasileiros preferem receber dividendos, isentos de imposto de renda, no lugar de Juros sobre Capital Próprio (JCP) que são descontados imposto de renda de 15% direto na fonte. As Empresas Brasileiras preferem pagar dividendos do que JCP, mesmo com as vantagens fiscais destes últimos para as empresas⁷⁰. As empresas que mais distribuem JCP são as mais antigas na Bolsa de Valores, e que possuem os maiores payouts. Acreditamos que essa estratégia é usada para atrair mais investidores, pois os ganhos destes quando recebem dividendos são maiores do que quando recebem JCP.

3.5 Os Efeitos da Tributação dos Dividendos sobre o Investidor

PROCIANOY JL E POLI BTC, 1993⁶⁶, observaram que quando a tributação sobre ganhos de capital for menor do que a sobre dividendos, o investidor procurará adquirir ações com alta valorização e baixos dividendos. E caso a tributação sobre dividendos for menor que a sobre ganhos de capital, o investidor irá procurar investir em companhias pagadoras de altos volumes de dividendos.

Este é um comportamento que pode ser adotado pelo investidor brasileiro, se e quando for aprovada a tributação dos dividendos. O investidor poderá migrar para empresas que não pagam dividendos e que têm elevado potencial de crescimento, como

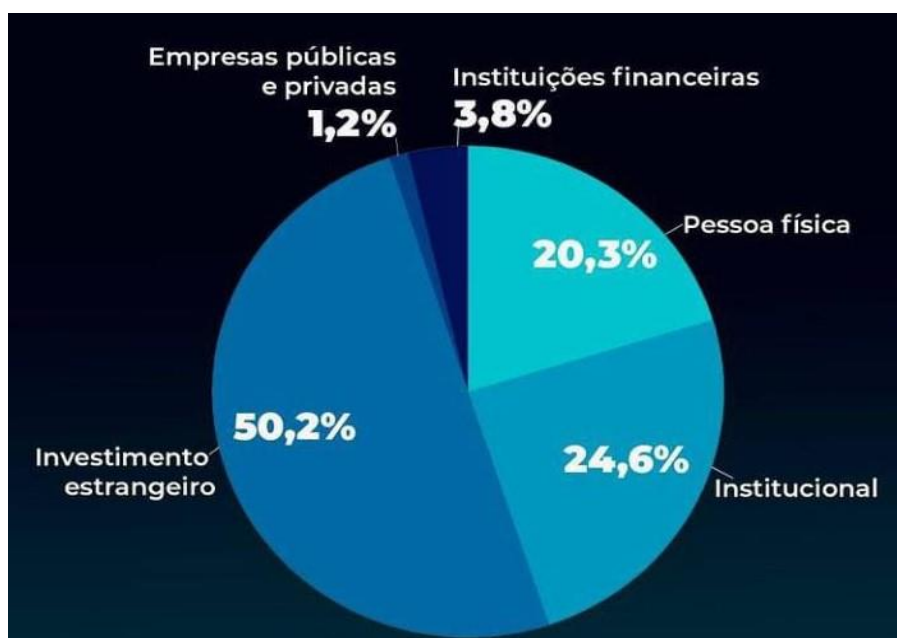
⁶⁹ HERRON R. PLATT K. World dividends and tax shocks. *Global Finance Journal* 47: 1-23. 2021. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100516>

⁷⁰ MOTA DM. EID JUNIOR W. DIVIDENDOS, JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO E RECOMPRA DE AÇÕES: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. XXXI Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro. 2007.

por exemplo as “*small caps*”. Creio que a B3 possa se torna mais especulativa, com um capital, mais fluido, baseado principalmente na compra e venda de ativos que tiverem valorização. Não acredito que o pequeno investidor permaneça cerca de 20 anos ou mais na B3. A tributação pode funcionar como um desestímulo. Mas essas questões são apenas argumentações.

Sabemos que o fato de no Brasil não se cobrar impostos sobre os dividendos funciona com um atrativo para investidores internacionais que fogem dos seus mercados nativos em busca de isenção fiscal. Na Figura 14 vemos os percentuais de investidores estrangeiros na B3.

Figura 14. Participação de investidores na B3 em 2021



Fonte: B3, 2021; @nordresearch com permissão.

Mesmo com toda a insegurança jurídica e as crises sucessivas, e talvez devido a isso, o Brasil é um local de oportunidades. Não sabemos como reagirão estes investidores (principalmente os estrangeiros) quando vier e se vier a tributação destes dividendos.

Sem querer cair na tentação da teoria da ladeira escorregadia, acreditamos que com a tributação dos dividendos os investidores internacionais poderiam voltar aos seus países de origem, pois seus lucros diminuiriam. Esses investidores também aliviarão a pressão cambial que hodiernamente incide sobre a moeda brasileira. Se isso acontecer a B3 cairia de 130.000 pontos (jun/2021) para cerca de 65.000 pontos.

Capítulo 4

A POLÍTICA DE TRIBUTAÇÃO UTILIZADA NA BOLSA DE VALORES BRASILEIRA, PROJETOS EM TRAMITAÇÃO NO CONGRESSO NACIONAL E ARGUMENTOS PRÓS E CONTRA ESSA PRÁTICA

4.1 Introdução

THOMAS PIKETTI, 2014, em seu livro, *O Capital no século XXI*, destaca que “o imposto não é bom nem ruim em si: tudo depende da maneira como ele é arrecadado e o que se faz com ele”⁷¹.

Neste capítulo mostraremos como os impostos incidem nos vários produtos comercializados na Bolsa de Valores Brasileira (B3) e como isso afeta o investidor, nossa visão como em outros capítulos sempre será voltada para o pequeno investidor que usa a B3 como um mecanismo de geração de renda passiva no longo prazo.

Tentaremos esclarecer e dirimir alguns equívocos que são repassados para as pessoas, tais como o que declara que os produtos comercializados na B3 não estão sujeitos a tributação. O que não é verdade. Depois de concluirmos este capítulo esperamos que o leitor tenha uma melhor compreensão dos impostos que incidem sobre os produtos.

Como desde o começo do desenvolvimento deste trabalho resolvemos por questões de escolha metodológica nos concentrarmos apenas nos ativos mais comuns e mais populares (ações, ETF e FIIs). Essa escolha permanece e apenas os impostos que incidem sobre estes ativos serão abordados.

Neste capítulo discutiremos também os argumentos pró e contra a tributação dos dividendos. As vantagens e desvantagens dessa tributação. Reunimos neste capítulo estudos internacionais e opiniões de especialistas que ajudarão ao leitor a se posicionar quanto a este assunto que gera muita controvérsia e no qual os dois lados elencam razões ditas por eles como legítimas para defender uma ou outra vertente. Gostaríamos de destacar que nosso objetivo é apenas trazer subsídios para que, qualquer que seja a opinião do leitor, essa possa ser realizada com base em argumentos científicos.

⁷¹ PIKETTY. Op. Cit. p. 469. 2014.

4.2 Tributação incidente sobre os ativos comercializados na B3

4.2.1 A Tributação incidente em Ações

Quando se compram ações, os objetivos podem ser diversos, dentre eles temos:

- (1) valorização no curto prazo, compra-se na baixa e vende-se quando o valor alcançado atinge o que o investidor projetou. Essa técnica pode ser no mesmo dia (*day trading*) ou
- (2) vários dias, semanas ou mesmo meses depois (*swing trading*). O *day trading* o lucro auferido por essa operação é taxado em 20%. Essa é uma técnica arriscada e pode levar perdas financeiras elevadas e até mesmo a fatos piores, como o recentemente reportado suicídio de um *day trader* (nome do operador que realiza essas operações) que teve um prejuízo muito expressivo e em seguida tirou a própria vida⁷².

No caso (2) a tributação não incide se a venda tiver o limite de R\$ 20.000,00/mês⁷³. O investidor compra essas ações e demora para vender e somente é tributado em 15% sobre o lucro, se o montante da venda ultrapassar R\$ 20.000,00. Observem bem, que não é o lucro e sim o montante da venda que não deve ultrapassar R\$ 20.000,00 para ser isento. Nos dois casos acima o prejuízo não comporta tributação. Nos dois casos deve ser gerado o DARF e realizado o pagamento até o mês seguinte o da venda. Todas as operações devem ser colocadas na declaração de IRPF.

Nossa personagem Júlia não compra ações para ganhar no curto, nem no médio prazo, pois como dissemos ela é uma *buy and holder*, ou seja, compra e mantém por longo tempo essas ações e só as negocia quando estas empresas perdem os fundamentos aos quais Júlia usou para adquiri-las. Então se conclui que Júlia não é tributada, pois não realiza nem *day trading* nem *swing trading*.

Das formas de remuneração dos acionistas o pagamento via Juros sobre o Capital Próprio (JCP) é bastante comum e essa modalidade é tributada em 15% na fonte. As empresas que pagam dividendos costumam pagar JCP.

No caso específico do Brasil, BOULTON et al. (2012)⁵⁹, indicam uma explicação de que com o objetivo de atender aos pedidos dos investidores brasileiros as empresas preferem pagar dividendos em dinheiro em vez de JCP, apesar dos incentivos fiscais em contrário. E os motivos são claros, os dividendos não são tributados não

⁷² ESTADÃO. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/educacao-financeira/morte-day-trader-robinhood>. Acesso em: 11 maio 2021.

⁷³ REDE JORNAL CONTÁBIL. Disponível em: <https://www.jornalcontabil.com.br/ir-preciso-declarar-venda-de-acoes-acima-de-r-20-mil/>. Acesso em: 11 maio 2021.

pagando imposto de renda na fonte, enquanto com os JCP ocorre a tributação de 15% na fonte⁷⁴, o que contribui sobremaneira para a redução do montante financeiro a ser recebido pelo investidor, principalmente se ele tiver um pequeno capital investido.

Como vimos das operações com ações somente o pagamento de dividendos e a venda destas até R\$ 20.000,00 continuam isentas de tributos, nos demais casos o investidor divide parte dos lucros com o governo.

Com o objetivo puramente didático suponhamos que Júlia receba R\$ 2.379,98 por mês em dividendos e o mesmo valor em JCP. No primeiro caso ela receberá o valor integral e no segundo caso receberá R\$ 2.022,98. Essa diferença de aproximadamente R\$ 357,00 para Júlia representará um desfalque relevante na sua renda, cerca de 32,45% do salário mínimo vigente no Brasil em 2021.

Acreditamos que este faixa de tributo para quem recebe milhares de reais ou mesmo milhões não impactará tanto assim na renda passiva do grande investidor. Novamente com o fito na questão didática uma empresa de distribuição energia anunciou a distribuição de dividendos de R\$ 1,56/ação. Júlia muito conservadora tem 500 ações dessas no seu portfólio e receberá R\$ 780,00 em dividendos. Caso a empresa decidisse pagar em JCP o resultado financeiro cairia para R\$ 663,00. Se compararmos com um investidor que possui um lote de 100.000 ações ele receberia R\$ 156.000,00 isentos de tributos caso fosse pagos como dividendos. Se recebesse como JCP o valor cairia para R\$ 132.500,00, respeitando as devidas proporções somos levados a crer que Júlia seria mais duramente afetada.

4.2.2 A Tributação Incidente sobre Fundos Imobiliários (FIs)

Como já descrito em outras partes deste trabalho os FIs são excelentes ativos na construção de uma renda passiva pela sua peculiaridade de pagar dividendos mensais. Estes dividendos são livres de tributação.

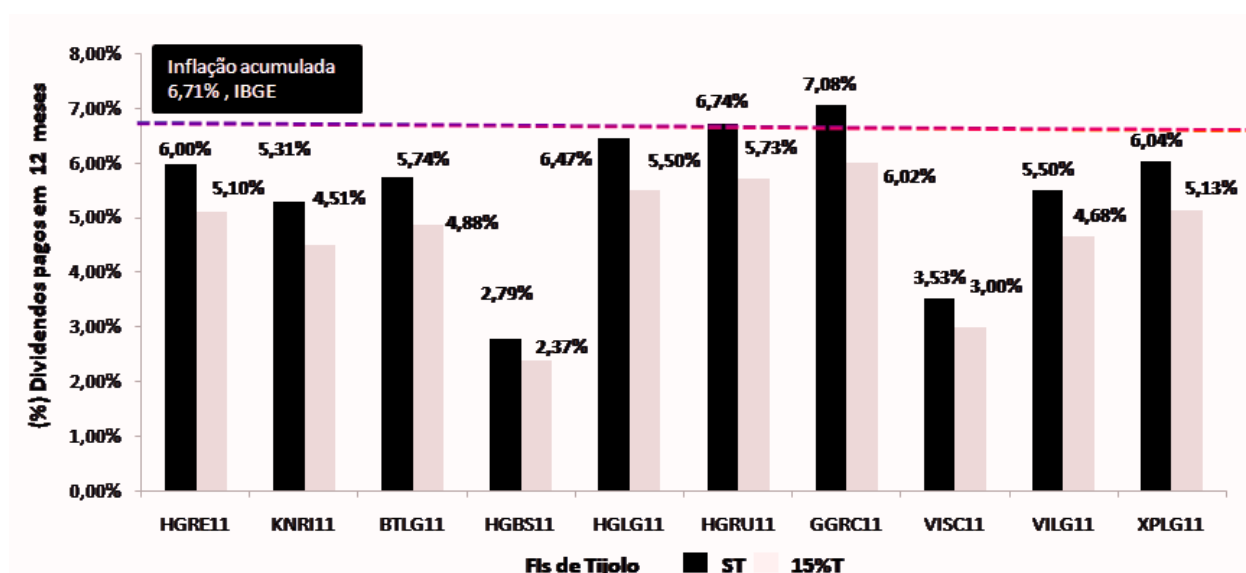
Temos que destacar um fator importante, os FIs apesar de serem considerados renda variável eles são menos voláteis que as ações e mesmo que os ETS, isso significa na prática que eles variam muito menos para cima ou para baixo. Os dividendos dos FIs de tijolos, mesmo aqueles de galpões logísticos alcançam rendimentos em 12 meses

⁷⁴ COLUSSI JM. BRUNELLI LD. O debate sobre a dedutibilidade dos JCP pagos de forma retroativa ou acumulada. CONJUR. Disponível em <https://www.conjur.com.br/2021-mar-07/opiniao-dedutibilidade-jcp-pagos-forma-retroativa> . Acesso em : 14 maio 2021.

muito próximos à inflação. A proteção contra a inflação ocorre com a valorização do imóvel que pode ou não ocorrer. Nos fundos de papel a proteção da inflação ocorre com o recebimento de dividendos mais elevados, pois não temos imóveis físicos. O que queremos destacar é que a tributação dos dividendos de fundos imobiliários pelas razões expostas serão um golpe mortal neste setor, pois eles perderão totalmente a proteção inflacionária e o investidor estará perdendo dinheiro.

Podemos observar o que acabamos de descrever na Figura 15. A linha tracejada é a inflação acumulada nos últimos 12 meses (abril 2020-abril 2021) que corresponde a 6,71%.⁷⁵

Figura 15. Dividendos pagos por fundos de Tijolos nos últimos 12 meses (abr-2020 a abr- 2021). Sem tributação (■) e com 15% de tributação (□). A linha tracejada é a inflação acumulada em 12 meses (abr-2020 a abr-2021).



Fonte: StatusInvest.⁷⁶

Sem a tributação os dividendos dos FIs de tijolos já perdem para a inflação, se tributados com a alíquota de 15% ou qualquer outro percentual será catastrófico para este setor. Muitos fundos de fundos investem nestes FIs e podem sair todos de uma única vez ocasionando um efeito sistêmico.

Podemos observar que com a tributação as perdas para a inflação são

⁷⁵IBGE Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/explica/inflacao.php>. Acesso em: 12 maio 2021.

⁷⁶ STATUS INVEST. Disponível em: <https://statusinvest.com.br/>. Acesso em: 12 maio 2021.

consideráveis e a única proteção inflacionária viria da valorização dos imóveis físicos que pode ou não acontecer. Com a tributação de 15% dos dividendos pagos pelos FIs todos os fundos de tijolos analisados na Figura 15 perderão para inflação no curto prazo (12 meses).

Os investidores terão a opção de vender suas cotas e neste momento a tributação é de 20% sobre o ganho de capital. Se o investidor comprou 100 cotas de um FI por R\$ 100,00 e vendeu por R\$ 105,00, deverá pagar 20% sobre o lucro R\$ 500,00, o que resultaria em R\$ 100,00 de impostos a serem pagos via DARF.

4.2.3 A Tributação da incidente sobre ETFs

A tributação dos ETFs já foram discutidas anteriormente, mas como o objetivo deste trabalho é acadêmico iremos repetir. Os ETFs são conhecidos como fundos de índices e regulados pela Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002, com as alterações introduzidas pelas instruções 537/13, 545/14, 604/18, 609/19, 615/19 e resolução CVM nº 3/20.

Nos ETFs a tributação incidente é de 15% quando ocorre a venda com ganho de capital, não importante o valor negociado, não há isenção como nas ações. Raramente se vende ETFs com prejuízo, o investidor espera que o preço melhore para efetuar a venda, o que faz com que este produto seja sempre tributado. Além disso ao vender uma cota de ETF, o investidor tem uma retenção de Imposto de Renda direto na fonte, com uma alíquota de 0,005%.

A geração e o pagamento do DARF ficam a cargo do investidor/contribuinte. O Imposto de Renda deve ser recolhido até o último dia útil do mês seguinte ao da operação.

Cabe chamar atenção para uma questão, no site da Receita Federal não é possível gerar um DARF com valor inferior a R\$ 10,00, caso o valor do imposto a pagar seja menor que o R\$ 10,00, deve-se esperar completar o valor de no mínimo R\$ 10,00 e efetuar o pagamento⁷⁷.

Em um exemplo: Júlia adquiriu 50 cotas do ETF BBOV11 em 10/05/2015, a R\$ 32,00 cada, depois de 6 anos, em 10/05/2021, Júlia os vendeu por R\$ 62,00. O ganho de capital foi de R\$ 1.500,00, ela deverá gerar um DARF de R\$ 225,00

⁷⁷ SUNO. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/tributacao-para-etf/>. Acesso em: 13 maio 2021

(equivalente a 15% sobre o lucro) e realizar o pagamento até o dia 30/06/2021.

Em um outro exemplo Júlia comprou 10 cotas do ETFs DIVO11 por R\$ 55,00, depois de alguns meses Júlia mudou de ideia e vendeu as cotas por R\$ 57,00 cada uma. Tendo um ganho de R\$ 20,00, o imposto sobre o ganho de capital equivale a R\$ 3,00, abaixo do limite mínimo exigido pela Receita Federal para gerar o DARF. Ela deve anotar este valor e esperar completar R\$ 10,00 para gerar o DARF, não importa quanto tempo leve.

4.3 Argumentos acerca da Tributação

Os debates acerca da tributação são acalorados e para tentar colocar um pouco de luz neste diálogo de surdos destacamos argumentos prós e contra a tributação dos dividendos.

4.3.1 Pró-Tributação

Em um estudo realizado com companhias americanas ficou evidenciado que, uma mudança de política que implica total dedutibilidade do imposto de renda para o pagamento de dividendos levaria a uma economia mais estável. Neste estudo os autores utilizam modelos matemáticos e comprovaram o efeito da tributação dos dividendos e o comportamento das empresas. Os pesquisadores não se detém nos aspectos dessa estabilidade. Acreditamos que a dedução dos dividendos no imposto de renda daria mais recursos ao governo e maior capacidade de investimento o que devolveria as vantagens para as famílias de forma global⁷⁸.

Este é um argumento que possui duas partes: a primeira parte é óbvia a tributação dará mais recursos ao governo, mas a segunda parte necessita de um pouco de discussão principalmente no caso do Brasil, um país com uma elevada carga tributária, mas com serviços oferecidos à população que deixam a desejar em muitos aspectos.

Um outro argumento pró-tributação é o valor que renderia este imposto. Segundo os cálculos de integrantes de grupos pró-tributação, este imposto renderia

⁷⁸ ATEŞAĞAOĞLU. OE. Taxes, Financial Markets and the Great Moderation. Boğaziçi Journal Review of Social, Economic and Administrative Studies. 31(2): 83-115. 2017. <https://doi.org/10.21773/boun.31.2.5>

cerca de R\$ 60,0 bilhões/ano⁷⁹. Este dinheiro poderia ser usado para o pagamento de programas como o bolsa família que custa anualmente cerca de R\$ 35,00 bilhões, para 2021⁸⁰.

O CTN em seu art. 16 traz a definição de imposto:

“Art. 16. é o tributo cuja obrigação tem por fato gerador uma situação independente de qualquer atividade estatal específica, relativa ao contribuinte.”

Sabemos que os impostos não possuem vinculação a gastos específicos. O governo pode gastar este recurso com o que achar necessário. Mas este valor poderia ser um fôlego para a crise fiscal que o Brasil enfrenta e que foi agravada pela pandemia de SARS-COV-2 (COVID 19) (Coronavírus).

Dentre os argumentos favoráveis à tributação temos os que se relacionam com redução da carga tributária sobre o lucro das empresas, que é muito alta por aqui – em média 34% para empresas, podendo chegar a 45% para as instituições financeiras⁸¹. Os Estados Unidos, recentemente, reduziram a carga de tributos sobre o lucro de 35% para 21%⁸², e lá eles tributam os dividendos. A tributação sairia das empresas e recairiam sobre os sócios.

A Constituição de 1988⁸³, em seu art. 153, VII, permite a União instituir impostos sobre grandes fortunas, nos termos de lei complementar. Este imposto nunca foi implementado e esta pequena “reforma” de tributar os dividendos seria uma reforma de menor monta, mas que atingiria o mesmo público como sujeito passivo, ou seja, os ricos que vivem de renda provenientes de dividendos não tributados.

De acordo com a lição do Professor HUGO DE BRITO MACHADO:

⁷⁹ UNISINOS. Disponível em: <http://www.ihu.unisinos.br/78-noticias/568421-volta-da-tributacao-sobre-lucros-e-dividendos-renderia-r-60-bilhoes>. Acesso em: 17 abril 21.

⁸⁰ PORTAL G1. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/08/31/orcamento-2021-governo-propoe-aumento-de-quase-20percent-no-bolsa-familia-para-r-3485-bilhoes.ghtml>. Acesso em: 17 abril 21..

⁸¹ SOARES MRC. Tributação no Brasil e nos Estados Unidos. Estudo Técnico.52p. 2020. Disponível em: [https://camaranet.camara.leg.br/documents/384295/41055279/Tributa%C3%A7%C3%A3o_Brasil_EUA_Soares%20\(1\).pdf](https://camaranet.camara.leg.br/documents/384295/41055279/Tributa%C3%A7%C3%A3o_Brasil_EUA_Soares%20(1).pdf). Acesso em: 14 maio 2021.

⁸² SOARES MRC. Op.Cit p.13.

⁸³ Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 17 abril 2021

“A não instituição do imposto sobre grandes fortunas decorre da enorme influência daqueles que seriam contribuintes, sobre os legisladores, fato que explica a inexistência deste imposto em quase todos os países do mundo”⁸⁴.

E continua o renomado Tributarista:

“Realmente, os impostos que predominam em nosso sistema tributário incidem sobre o consumo, de sorte que os mais pobres suportam a carga tributária de forma perversa, pois todos os ganhos auferidos são gastos com o consumo dos bens dos quais necessitam para o atendimento de suas necessidades primárias.”⁸⁴

Outro argumento a favor da tributação, defendido por especialistas e entidades como o Centro de Cidadania Fiscal (CCiF) é o excesso da “pejotização”, fato este que ocorre quando o empregador contrata o empregado como Pessoa Jurídica, reduzindo a tributação do empregado e do empregador. A tributação na distribuição de lucro poderia desencorajar essa prática trabalhista negativa⁸⁵.

4.3.2 Contra a Tributação

Um dos principais argumentos contra a tributação de dividendos seria a fuga de capitais. Segundo os defensores dessa linha de argumentação é que os grandes investidores colocariam suas cotas das empresas para venda e o preço cairia levando a uma desvalorização do valor de mercado das principais empresas pagadoras de dividendos.

Com a venda dessas cotas os grandes investidores migrariam para ativos nos quais não incidem cobrança de imposto de renda (CRI, CRA, LCA, LCI, LC, Debêntures incentivadas). Estes ativos quando atrativos, do ponto de vista dos juros pagos, requerem um grande montante de dinheiro o que afastaria o pequeno investidor. Ou até mesmo a migração deste capital obtido da venda das cotas das ações seria

⁸⁴ MACHADO HB. Ainda a questão da reforma tributária. OPOVO. Publicado em 25/10/2017.

⁸⁵ SINDOIFISCO. Disponível em: <https://sindofisco-ms.org.br/tributos/opinio-tributar-dividendos/>. Acesso em: 17 abril 21.

investido em outros países mais atrativos, como Estados Unidos, países da Europa e China e mesmo países emergentes, o que poderia provocar uma erosão na base fiscal do país.

O fenômeno de migração de capital quando ocorre com Pessoa Jurídica chama-se “*corporate tax inversion*” em uma tradução livre seria inversão dos impostos sobre as companhias. O capital das empresas iria para países mais atrativos do ponto de vista fiscal e causaria como efeito um erosão na base tributária do país⁸⁶.

O capital investido nos Estados Unidos e na Europa pagariam as tributações dos seus respectivos países, mas estariam protegidos dos efeitos deletérios da especulação cambial sobre o real, já que estes ativos estariam em moedas fortes (dólar e euro). Novamente o pequeno investidor poderá ver suas cotas se transformarem em poeira tendo comprado na máxima e vendido na mínima.

Claro que tudo isso é uma suposição, não creio que o investidor brasileiro saia da B3 e leve o capital investido aqui para outros países, pois nossas empresas são sólidas e apresentam um bom retorno no longo prazo. Apesar da nossa política ser confusa e a segurança jurídica ainda se encontra longe da efetivação plena.

Um segundo argumento muito relacionado ao primeiro seria o desinteresse de novos investidores por estes ativos. O que enfraqueceria a entrada de investidores na bolsa de valores. Analisando especificamente o caso brasileiro vejo este como um problema relevante. O Brasil conta com cerca de 3,5 milhões de investidores, muitos deles entraram nos últimos cinco anos. A tributação pode frear este crescimento, pois os ganhos serão menores e incertos por ser renda variável.

Vejamos especificamente o caso do Ceará que possui 1,45% de 3.561.296 investidores. Isso nos dá a cifra de 51.639 investidores o que é um número ainda muito pequeno. Como convencer aos futuros investidores a entrar na B3 sabendo que nem todas as empresas pagam dividendos e que estes dividendos terão descontos de impostos? e ainda que será necessário um acompanhamento periódico destes ativos e possivelmente este investimento levará em média 20 anos (este é o tempo que acreditamos que a técnica “*buy and holder*” possa produzir efeitos duradouros) para começarem a surtir os primeiros efeitos, como a possível liberdade financeira, a depender de aportes regulares.

⁸⁶ YANG JGS. LAURICELLA LJ. AQUILINO FJ. Abuses and Penalties of a Corporate Tax Inversion. Int. J. Financial Stud. 7(5):1-12.2019. <https://doi.org/10.3390/ijfs7010005>

Essa me parece uma tarefa inglória, convencer alguém que deixe de aproveitar os benefícios que o dinheiro pode proporcionar agora e adie essa possibilidade para no mínimo 20 anos. Mas é uma tarefa possível, de acordo com o filósofo YUVAL NOAL HARARI, a revolução cognitiva do *Homo sapiens* criou em nós a possibilidade de cooperar com outros e acreditar em promessas⁸⁷.

Recentemente, uma grande varejista farmacêutica brasileira, com sede no Ceará realizou seu IPO. Como convencer ao pequeno investidor a participar deste negócio se parte dos lucros auferidos por ele irão para o governo através da tributação dos dividendos. Mesmo que essa varejista faça parte da realidade do cearense, tenho dúvidas se o pequeno investidor participaria dessa empreitada financeira sabendo que boa parte dos lucros parará nas mãos de governos, que de acordo com a noção do homem médio brasileiro gasta muito mal o que arrecada.

Um outro argumento seria que a tributação dos dividendos incorreria em menor capital para investimento e inovação por parte das empresas. Esclarecendo este argumento. As empresas para não verem suas ações despencarem usariam seu caixa para recompra dessas ações ou muito pior se endividariam para conseguir recomprar essas ações. O segundo fator é que os grandes acionistas não satisfeitos com a nova tributação dos dividendos votariam pelo aumento do valor em dividendos, elevando o payout e complementando o investimento em inovação e conquista de novos mercados. A médio prazo isso poderá comprometer toda a estrutura das empresas, podendo levá-las à falência.

Em um estudo realizado na China⁸⁸, os autores chamam atenção para estes efeitos sistêmicos, discutidos acima, que podem vir da tributação dos dividendos. Dois efeitos foram observados e descritos: (1) os investidores continuaram a exigir o pagamento de dividendos na mesma ordem de antes atrapalhando a inovação corporativa; (2) Quando as empresas se recusam a ajustar os pagamentos de dividendos, aos pagos antes da tributação, elas sofreram uma queda no valor de mercado de curto prazo. Isso ajuda a explicar por que as empresas irão sacrificar seus valores de longo prazo (inovação corporativa) para atender a preferência de investidores individuais.

⁸⁷ HARARI. YN. Sapiens: Uma breve história da humanidade. L&PMPOCKET. p.43-4. 2020.

⁸⁸ JIANG X. ZHANG C. JIA J. YU S. Individual investors' dividend taxes and corporate innovation: evidence from China. *China Journal of Accounting Studies*, 6(3): 394-420. <https://doi.org/10.1080/21697213.2018.1567123>

Os CEOs (Chief Executive Officer) das empresas podem ter uma visão míope em um cenário de tributação de dividendos e sacrificar a saúde financeira da empresa no longo prazo. Os pesquisadores alertam para a necessidade de uma racionalização da carga tributária como mecanismo de preservação dos investimentos em inovação tecnológica nas empresas chinesas⁸⁹.

O argumento do aumento da arrecadação é combatido de diversas formas, a primeira é a que afirma que este cálculo de arrecadação de R\$ 60,00 bilhões/ano é fictício, pois os investidores migrariam para outros ativos com isenção de impostos (CRI, CRA, LCI, LCA, LC, Debêntures incentivadas) e que este valor seria diluído e a arrecadação não se configuraria como real. O Professor Alexandre Pacheco chama essa manobra de ilusionismo fiscal⁸⁹.

Destacamos que os efeitos da tributação serão maiores naqueles pequenos investidores que não tem capacidade de manobra dos seus pequenos capitais e terão que ficar sujeitos a essa nova política fiscal. Em uma mudança de política fiscal em Taiwan foi observado que os investidores locais são os que mais sofreram com essa nova política fiscal⁹⁰. A migração de capitais pode esvaziar a B3, pois como vimos na Figura 14, capítulo 3, mais de 50% dos investidores dela são estrangeiros (50,2%).

4.4 Projetos de Lei em Tramitação que visam a tributação dos

Dividendos

Discutiremos agora os principais projetos que tramitam no Congresso com o fito na tributação de dividendos. Não discutiremos a Reforma Tributária proposta pelo Governo, devido ao fato de que no momento da elaboração deste trabalho as medidas ainda são apenas especulações. Fixaremos nossa atenção em Projetos de Lei que já tramitam nas Casas Legislativas Brasileiras.

⁸⁹ PACHECO A. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/jogo-das-regras/o-fetiche-da-tributacao-dos-dividendos/>. Acesso em: 17 abril 21.

⁹⁰ CHAN C-H. LIN M-H. Imputation tax system, dividend payout, and investor behavior: Evidence from the Taiwan stock exchange. *Asia Pacific Management Review*. 22: 146-58. 2017. <http://dx.doi.org/10.1016/j.apmr.2016.12.002>

4.4.1 Projeto de Lei N° 766, de 2020

O Projeto de LEI N° 766, de 2020, de autoria do Senador Randolfe Rodrigues (REDE/AP, a proposta é a instituição do Sistema Solidário de Proteção à Renda, ampliando os benefícios aos inscritos no Programa Bolsa Família e aos cadastrados no CadÚnico durante a pandemia de Covid-19.

Art 1º, do projeto descreve o valor a ser pago, *in verbis*:

“Art. 1º A presente Lei institui o Sistema Solidário de Proteção à Renda, garantindo aos beneficiários do Bolsa Família um aumento de R\$ 150, por pelo menos 7 meses, bem como, aos registrados no CadÚnico e que não são beneficiários do Bolsa Família, uma transferência especial de R\$ 150, por pelo menos 4 meses.”

Como sempre ocorre se torna necessário explicar de onde viria o dinheiro para cobrir os gastos extras, o projeto aponta a fonte dos recursos no art. 2º, § 3º, *in verbis*:

“§ 3º Fica autorizado o Poder Executivo a revogar, por ato, a isenção de distribuição de dividendos e lucros de pessoas jurídicas para pessoas físicas de que trata o art. 10 da Lei nº 9.249, de 1995, para arrecadar no ano de 2020 recursos a fim de custear exclusivamente a despesa decorrente do disposto neste artigo.”(grifo nosso)

O projeto no seu art. 2º, §4º, aponta como deverá ser realizada a cobrança nas declarações de IRPF de 2020, *in verbis*:

“§ 4º A Receita Federal poderá instituir alíquota progressiva na cobrança de que trata o § 3º, bem como estabelecer prazo extraordinário para Declaração do Imposto sobre a Renda de Pessoa Física e exigir retificação de declarações já entregues em 2020.”

O Projeto justifica a nova lei que surgirá:

“Por fim, propomos um mecanismo solidário de financiamento. Fica autorizada a revogação da isenção da distribuição de lucros e dividendos de

peças jurídicas para peças físicas. São centenas de bilhões todos os anos que não recolhem imposto de renda, em benefício da elite econômica do País. Como a revogação de isenção não exige anterioridade, essa medida poderá arrecadar bilhões de reais para transferir aos mais pobres já este ano.”

È importante discutirmos alguns pontos: (1) O Senador sugere a revogação do art. 10 da Lei nº 9.249, de 1995, abaixo lemos a transcrição do artigo, *in verbis*:

“Art. 10. Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas peças jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior.”

O Senador sugere uma lei exarada pelo Presidente da República para revogar este artigo e reinstaurar a cobrança de impostos sobre os dividendos. Sem entrar no mérito da discussão, a Lei nº 9.249, é de 1995, no governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso e passou incólume pelos governos dos Presidentes Luis Inácio Lula da Silva e Dilma Roussef sem sofrer sanções. O que queremos discutir aqui é que mesmo em governos de matizes políticas diferentes tivemos a manutenção da não tributação dos dividendos.

(2) Este projeto do Senador continha uma atecnia na segunda parte do art. 3º, ele vincula o dinheiro arrecadado com a tributação a um gasto específico o que a Constituição de 1988, art, 167, IV, veda.

“Art. 167. São vedados:

IV - a vinculação de receita de impostos a órgão, fundo ou despesa, ressalvadas a repartição do produto da arrecadação dos impostos a que se referem os arts. 158 e 159, a destinação de recursos para as ações e serviços públicos de saúde, para manutenção e desenvolvimento do ensino e para realização de atividades da administração tributária, como determinado, respectivamente, pelos arts. 198, § 2º, 212 e 37, XXII, e a prestação de garantias às operações de crédito por antecipação de receita, previstas no art. 165, § 8º, bem como o disposto no § 4º deste artigo;”

(3) O art. 4º do Projeto prever que essa cobrança aconteceria na Declaração anual do IRPF 2020. Como este projeto foi proposto em março de 2020. O ano de recebimento dos dividendos seria 2019. O Projeto não fixa o valor cabendo isso ao Presidente da República.

Como nos descreve Alexandre Mazza⁹¹:

*“(…)no terceiro grupo estão os tributos que se submetem somente à anterioridade anual, mas não à nonagesimal. Neste caso, tais tributos podem ser cobrados sempre em 1º de janeiro do ano seguinte ao da publicação do ato normativo que os tiver instituído ao majorado, independentemente do intervalo mínimo de noventa dias. São eles o **Imposto de Renda**, bem como as alterações na base de cálculo do IPTU (mudança na planta genérica de valores que implique aumento real no imposto) e na base de cálculo do IPVA (modificação na tabela oficial de valores de veículos resultando em majoração efetiva no valor do carro). Grifo nosso”*

O IRPF submete-se a ao princípio da anterioridade anual, então novamente o art. 4º continha uma atecnia.

Não podemos deixar de destacar que em uma votação na própria página do Senado este projeto teve 677 votos contra e 63 votos a favor. Este Projeto de Lei foi retirado pelo próprio autor e foi arquivado. O Senador Randolfe Rodrigues em Requerimento a Presidência do Senado solicita a retirada do Projeto e justifica⁹²:

“Considerando a apresentação posterior de projeto similar (PL nº873/2020) já adequado ao Decreto de Estado de Calamidade Pública, que autoriza o Poder Executivo a abrir crédito extraordinário para custear o referido auxílio, solicito a retirada do PL nº 766/2020.”

Cabe uma pequena explicação nesse ponto, mesmo com o arquivamento desse Projeto de Lei achamos prudente trazê-lo para discussão, por conta que ele enseja muitos pontos que são abordados neste trabalho e que os PLs quase sempre terão como tema a Lei nº 9.249, 1995 e a revogação do art. 10. Como veremos em quase todos os PLs subsequentes.

⁹¹ MAZZA A. Manual de direito tributário. 5. ed. São Paulo. Saraiva. P. 348. 2019.

⁹² SENADO FEDERAL. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/141119>. Acesso em: 17 maio 21

4.4.2 Projeto de lei N° 2.640/2020.

O Deputado Celso Sabino PSDB/PA no dia 14/02/2020 propôs o Projeto Legislativo n° 2.640/2020. O objetivo dessa proposta é alterar a Lei n° 9.249, de 26 de dezembro de 1995, para instituir a tributação do Imposto de Renda sobre lucros e dividendos auferidos e dá outras providências⁹³.

O projeto propõe em seu art. 2° a alteração do art. 10 da Lei n° 9.249, de 26 de dezembro de 1995, que passa a vigorar com as seguintes modificações:

*“Art. 10. Os lucros e dividendos pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado que beneficiem pessoa jurídica ou física, domiciliados no País ou no exterior, integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, e estarão sujeitos à incidência do Imposto sobre a Renda Retido na Fonte (IRRF), calculado à alíquota de **15% (quinze por cento).**” Grifo nosso.*

O que o Deputado propõe é a tributação de 15 % sem explicar como chegou a essa alíquota e sem nenhuma progressividade, não há no projeto nenhuma referência ao pequeno investidor. Seria uma taxa *flat*, sem distinção de investidores. O percentual sugerido de 15% pode ser extremamente danoso ao pequeno investidor como mostramos ao longo do trabalho. Descontar R\$ 15,00 de R\$ 100,00, pode ser muito mais prejudicial do que descontar R\$ 15.000,00 de R\$ 100.000,00.

O projeto também coloca implicações sobre Pessoa Jurídica, art. 2, §3°. *in verbis*:

*“§ 3° No caso de o beneficiário ser residente ou domiciliado em país ou dependência com tributação favorecida ou ser beneficiário de regime fiscal privilegiado, nos termos do art. 24-A da Lei n° 9.430, de 27 de setembro de 1996, os lucros ou dividendos estarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte calculado à alíquota de **25%** (vinte e cinco por cento). Grifo nosso”*

“Art. 4° Ficam revogados o art. 9° e respectivos parágrafos da Lei n° 9.249, de

⁹³ CÂMARA DOS DEPUTADOS. Disponível em:

<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2252638>. Acesso em: 18 maio 2021.

26 de dezembro de 1995.”

O referido artigo revogado pode ser lido abaixo, *in verbis*:

“Art. 9º A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP.”

Pelo que podemos perceber não seria mais vantajoso do ponto de vista fiscal as empresas pagarem JCP (juros sobre capital próprio), o que é uma fonte de remuneração do investidor, pois não teria mais benefícios fiscais o que tornaria as empresas menos atrativas. Em suma, dividendos tributados e JCP cortados.

A justificativa para o projeto é a mesma de outros projetos, de acordo com o texto temos:

“Diante da necessidade de se apresentar propostas no campo tributário para o enfrentamento da crise econômica e fiscal, desencadeada pela calamidade de saúde pública que estamos enfrentando – a pandemia da Covid-19 – ressaltamos que o grande desafio do Estado brasileiro será conciliar o aumento expressivo de demandas da sociedade com a inevitável queda de arrecadação, fruto da abrupta redução da atividade econômica.”

Não acreditamos que essa seja a melhor alternativa principalmente para o pequeno investidor que de forma heroica conseguiu juntar um patrimônio, nem para as empresas. Acreditamos que a carga de impostos no Brasil já é muito elevada, além do que, poderíamos dispor de outras alternativas

No momento o referido Projeto encontra-se em tramitação tendo sido apensado ao PL-3241/2015 que trata do mesmo tema sendo o Projeto mais antigo a lidar com o tema.

4.4.3 Projeto de lei N° 307/2021.

Este projeto é de autoria do Deputado José Nelto Lagares das Mercês,

conhecido como José Nelto, advogado e político brasileiro filiado ao Podemos⁹⁴. Como os anteriores ele dispõe sobre a tributação de dividendos. É um projeto com apenas dois artigos, sendo o art. 1º, o mais relevante para nosso estudo.

O artigo altera a lei Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, *in verbis*:

“Art. 1º O art. 10 da Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, passa a vigorar com a seguinte redação:

*“Art. 10. Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir de 2022, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado estarão sujeitos à incidência do Imposto sobre a Renda, calculado à alíquota de **10 (dez por cento)**.*

§ 1º No caso de o beneficiário ser pessoa jurídica, o imposto será considerado:

I – antecipação do devido pela pessoa jurídica beneficiária tributada com base no lucro real, admitida a compensação com o imposto retido por ocasião do pagamento ou crédito de lucros ou dividendos a seu titular, sócio ou acionista;

II – tributação definitiva, nos demais casos.

§ 1º No caso de o beneficiário ser pessoa física, o imposto será considerado, a critério do beneficiário:

I – tributação definitiva, ou

II – integrará a base de cálculo do imposto devido na

Declaração de Reajuste Anual.”(grifo nosso).

Como podemos perceber o autor do projeto diminui a alíquota para 10% quando comparado a outros projetos nos quais a alíquota proposta é de 15% e diferentemente do PL Nº 2.640/2020, os impactos sobre a Pessoa Jurídica são menores. A taxa é *flat* e não apresenta nenhum benefício para o pequeno investidor. No momento

⁹⁴ CÂMARA DOS DEPUTADOS. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/deputados/204391>. Acesso em: 19 maio 2021.

o projeto está em tramitação e esta apensado ao PL N° 256/2021⁹⁵,⁹⁶ de igual teor de autoria do Deputado Roberto Lucena do Partido PODE-SP.

Na justificativa do PL N° 307/2021 o Deputado José Nelto destaca que, aplicando-se uma alíquota de 10% (dez por cento) a título de tributação de lucros e dividendos a partir de fevereiro de 2022, a arrecadação do nosso país receberá cerca de R\$ 35 bilhões de reais por ano. Destacamos pelo motivos já elencados em todo trabalho que estes valores podem não se configurarem verdadeiros, pelo simples fato da máxima do mercado que diz, rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura, sendo essa máxima uma das diretrizes da ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais)⁹⁷.

Isto posto, destacamos que estes não os únicos projetos que versam sobre o tema. Tramitam, no Congresso várias propostas com teor similar, mas nenhuma delas até esta data conseguiu ser aprovada. Além do PL 3061/2019, de autoria do Senador Flávio Arns, que altera o art. 10 da Lei n° 9.249, de 26 de dezembro de 1995, para prever a incidência do Imposto sobre a Renda Retido na Fonte sobre os lucros e dividendos pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, tramitam, com o mesmo objetivo, o Projeto de Lei n° 2015, de 2019, do Senador Otto Alencar (PSD/BA), e o Projeto de Lei n° 1952, de 2019, do Senador Eduardo Braga, (MDB/AM), e, na Câmara dos Deputados, o Projeto de Lei n° 1.289/2020, do Deputado João Daniel (PT/SE), o PL 3783/2019, do Deputado Roberto de Lucena, o PL 3129/2019, do Deputado Luis Miranda (DEM/DF), o PL 1981/2019, do Deputado Danilo Cabral (PSB-PE) e outros, o PL 9636/2018, do Deputado Patrus Ananias (PT/MG), e o PL 7409/2017, do ex-Deputado e atual Senador Veneziano Vital do Rêgo (MDB/PB), dentre outros.

Chamamos atenção para que os projetos que versam sobre tributação de dividendos consegue unir políticos de várias matizes. Este tema consegue juntar oposição e governistas.

⁹⁵ CÂMARA DOS DEPUTADOS. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2269697>. Acesso em: 19 maio 2021.

⁹⁶ CÂMARA DOS DEPUTADOS. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/propostas-legislativas/2269442>. Acesso em: 19 maio 021.

⁹⁷ ANBIMA. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/index.htm. Acesso em: 19 maio 21.

Capítulo 5

ALTERNATIVAS À TRIBUTAÇÃO DE DIVIDENDOS NO BRASIL

5.1 Introdução

Neste Capítulo discutiremos alternativas à tributação dos dividendos. Como esta poderia ser realizada sem que parecesse ineficaz ou injusta. Abordaremos os pontos de vista do fisco e do investidor, com foco sobre o pequeno investidor. O pequeno investidor considerado neste trabalho será aquele que recebeu até R\$ 22.847,76 em 2020, na forma de dividendos. Equivale em média a R\$ 1.903,98 por mês. As propostas apresentadas aqui são somente sugestões, pois no momento atual o Brasil não tributa dividendos. As negociações na B3 não são livres de impostos como descrevemos anteriormente, mas especificamente os dividendos pagos pela empresas e pelos FIs são isentos de tributos, como comentado nos capítulos anteriores.

5.2 Propostas

5.2.1 A continuação da não Tributação e seus benefícios

A primeira proposta que temos é a continuação da vigência da lei Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, sem alterações, explicamos. A carga tributária no Brasil é sempre um tema muito debatido e os especialistas são unânimes em afirmar que pagamos muito e recebemos pouco. Os serviços oferecidos à população ainda são muito precários. Nossa saúde está combalida e o nosso Sistema Único de Saúde (SUS), apesar da sua suma importância carece de uma reestruturação e que não passa simplesmente pela colocação de mais dinheiro. No passado recente já tivemos uma contribuição específica para saúde o que não alterou muito as suas feições sendo ainda o SUS um sistema que sofre efeitos da má gestão, mesmo contando com profissionais do mais alto gabarito.

Nossa Segurança Pública é um outro problema constante, o Brasil convive há anos com taxas de assassinatos por volta de 50.000 assassinatos por ano, um número assustador por qualquer ângulo que se observe. Novamente não acreditamos que somente o aporte de mais recursos sem o planejamento possa resolver o problema.

A continuação da não Tributação funciona como um estímulo para os investidores entrarem na B3. Mesmo os pequenos investidores que sonham um dia viver

de renda passiva.

Como dito anteriormente com o avanço da tecnologia, a não cobrança de taxas pelas corretoras para a compra de ações, tesouro direto e FIs, e a possibilidade de compra de ações fracionadas tem levado centenas de pessoas físicas à B3. Isso torna o cidadão mais responsável pela sua vida financeira e pode educar o brasileiro e incentivar que se planeje melhor o futuro. No meu entender tudo isso pode ruir com a tributação seja ela de 10%, 15% ou 25% ou qualquer outro percentual. A primeira vítima dessa tributação serão os FIs. Como já mostrado anteriormente com a tributação dos dividendos pagos por estes ativos praticamente desaparece o ganho real.

A garantia de arrecadação com estes ativos por parte do governo pode ser frustrante, pois a fuga dos capitais investidos pode diminuir a lucratividade levando uma queda na arrecadação e até a um desemprego nas companhias (corretoras, bancos, empresas, FIs) que lidam com estes ativos. Atualmente temos uma cadeia de pessoas trabalhando diuturnamente para entregar bons dividendos e ajudar a planejar uma renda passiva sustentável.

Não queremos cair com isso na tentação da teoria da ladeira escorregadia a qual ocorre quando dizemos que um evento levará a uma sequência inevitável de eventos e pelo menos um destes é totalmente indesejável⁹⁸. Pode ser que nada disso venha acontecer, mas fica aqui o nosso alerta.

5.2.2 Uma Reforma Tributária Racional como forma de não tributação dos dividendos

A Reforma Tributária pode ser um excelente momento para racionalizar a cobrança de tributos no Brasil. Não são poucos os críticos que afirmam que o Brasil apresenta uma elevada carga tributária sem, no entanto, fornecer serviços à altura do que se paga. Polêmicas à parte segundo estes mesmos críticos a máquina pública brasileira custaria muito caro para se manter e por isso temos impostos tão elevados.

Sabemos que o Brasil optou por tributar consumo e isso afeta a todos. Sem entrar nos detalhes da Reforma Tributária que ainda vai ser proposta e votada, pois somente as supostas modificações poderiam ser alvo de vários compêndios o que

⁹⁸ FILOSOFIA NA ESCOLA. Disponível em: <https://filosofianaescola.com/falacias/ladeira-escorregadia/>. Acesso em: 21 maio 2021.

queremos destacar é que este momento de elaboração pode ser a oportunidade para o Brasil mudar o foco de tributação e fixar as atenções na tributação de renda dos mais ricos, inclusive a renda proveniente de dividendos. Deixando de fora o pequeno investidor, isso funcionaria como um incentivo a mais para a acumulação de riqueza e este pequeno investidor desonerado dos impostos sobre seu dividendos no presente não seria uma preocupação a mais no futuro, pois os seus investimentos podem, em tese, fazer com que ele recorra menos ao sistema da seguridade social do INSS.

Queremos destacar que não somos de forma nenhuma contra o pagamento de INSS, mesmo na forma autônoma, mas apenas como complemento de renda, seguro para acidentes e a possível cobertura de sinistros. Pois a cobertura oferecida pelo INSS é muito boa tendo em vista o preço pago.

Realizada essa observação queremos destacar que com a racionalidade empregada na reforma tributária pode-se tranquilamente deixar de cobrar imposto de renda sobre o pequeno investidor. E este montante que seria arrecadado poderia vir de outras fontes ou da progressividade dentro de cada faixa de renda.

Como não sabemos na íntegra como será essa reforma e em que condições política-econômicas-sociais ela se dará nos cabe aguardar e ficarmos atentos à evolução das negociações. Sabemos que uma reforma ampla da estrutura tributária do país exigirá um esforço descomunal do governo para a sua efetivação, por isso estão se digladiando forças muito poderosas que não vão ceder com facilidade suas posições. Estamos falando dos entes da Federação (União, Estados, Municípios e Distrito Federal) e os *lobbys* dos bancos e de grandes conglomerados que podem ser atingidos pela reforma.

Temos que destacar que essa reforma deverá ser a mais eficiente possível e deverá ser avaliada pelo princípio da eficiência de Pareto. O ótimo da eficiência de Pareto é alcançado quando não são possíveis novos ajustes distributivos em benefício de alguém sem prejuízo de outra pessoa⁹⁹. Tomando aqui pessoa como entes envolvidos e atingidos pela reforma. Sei que ambicionamos muito ao quisermos uma reforma orientada por critérios científicos, mas não podemos querer o menos podendo ter o mais.

Dentro dessa racionalidade que possa orientar a reforma tributária, podemos sugerir que somente os dividendos pagos pelas empresas sofram tributação, enquanto os

⁹⁹ LEITE GN. O Princípio a Eficiência na Teoria de Justiça como Equidade de Rawls. 114-134. In: Teorias da justiça, da decisão e da argumentação jurídica. Organização CONPEDI. 2017. <http://conpedi.danilolr.info/publicacoes/roj0xn13/kgnl532z/TS7G3JwE5D24thu3.pdf>.

dividendos pagos pelos FIs continuem isentos. Essa racionalidade viria do fato que a valorização das cotas do FIs tem menor propensão a volatilidade e os dividendos pagos por estes ativos por vezes nem sequer alcançam a inflação, como mostrado na Figura 15 do capítulo 4. Manter a desoneração dos FIs pode ser uma alternativa racional na manutenção do crescimento destes ativos.

Cabe destacar que os Projetos de Lei discutidos no capítulo anterior nada falava acerca dos FIs, o que nos parece razoável.

5.2.3 Tributação seguindo os mesmos critérios da Tabela do IRPF

Uma proposta que nos parece acertada pela simplicidade envolvida é aquela na qual se usaria a Tabela do IRPF para a tributação dos dividendos. A Tabela para 2021 segundo a Receita Federal do Brasil é mostrada abaixo:

Tabela 1: Tabela do Imposto de Renda 2021: alíquotas e deduções

Base de Cálculo (ano)	Alíquota (%)
1ª faixa: até R\$ 22.847,76	0,00
2ª faixa: de R\$ 22.847,77 até R\$ 33.919,80	7,50
3ª faixa: de R\$ 33.919,81 até R\$ 45.012,60	15
4ª faixa: de R\$ 45.012,61 até R\$ 55.976,16	22,5
5ª faixa: acima de R\$ 55.976,16	27,5

Fonte: Receita Federal, 2021.

A tributação seguiria essas alíquotas, aqueles investidores que obtivessem até R\$ 22.847,76 em dividendos ao ano, não teriam nenhuma tributação incidente. Ao nosso ver isso evitaria a tributação dos pequenos investidores e lançaria um estímulo para novos pequenos investidores entrarem na B3. Não podemos esquecer que essa tabela encontra-se defasada e a sua atualização isentaria ainda mais os pequenos investidores.

Essa proposta aumenta a arrecadação sem, no entanto, tributar aqueles que detêm um patrimônio pequeno. ALEXANDRE MAZZA, 2019, destaca com a sapiência que lhe é característica, a finalidade do IRPF:

“A função do Imposto sobre a Renda é fiscal, isto é, meramente arrecadatória, na medida em que a finalidade precípua que justifica sua

cobrança consiste na pura obtenção de recursos para custeio dos gastos gerais do Estado. Constata-se, todavia, que a obrigatoriedade constitucional de aplicação do sistema de alíquotas progressivas aponta também para uma difusa função de redistribuição de renda associada à redução de desigualdades sociais¹⁰⁰”.

Dessa forma, como descreve ALEXANDRE MAZZA a tributação poderia auxiliar em uma redução das desigualdades sociais, pois aqueles que recebem menos, pagam menos.

Sabemos que alguns pais colocam os filhos como detentores de ações na B3, mas a tributação como previsto nessa proposta seria aplicada a eles, pois a incapacidade civil, não inviabiliza a capacidade tributária. Se auferir lucro acima da faixa de isenção pagará o tributo. Vejamos o que nos diz o Doutrinador CLÁUDIO CARNEIRO, 2020, com relação ao art. 126 do CTN:

“Analisando o artigo em tela, temos que: a) a incapacidade civil não desobriga o contribuinte pelo adimplemento da obrigação tributária. Para o Direito Tributário, os atos praticados por incapazes são plenamente válidos, desde que exteriorizem o fato gerador previsto em lei.¹⁰¹”

Como podemos perceber a isenção viria dos critérios previstos em lei demonstrados na Tabela 1. Se recebeu dividendos em faixa não tributável não recolhe imposto. No nosso entender, com a máxima vênia, acreditamos ser esta uma proposta mais adequada do que simplesmente colocar uma taxa *flat* para todos sem distinção.

Ao longo de todo o texto mostramos que a tributação dos dividendos pode ter efeitos localizados e sistêmicos. Em relação aos efeitos localizados a tributação dos dividendos levarão embora toda a lucratividade obtida nos FIs. Acreditamos que a aplicação dos critérios aqui expostos minimizam os impactos.

Dentro dessa possibilidade de tributação exposta neste tópico podemos ainda termos pequenas variações, como a tributação 5% adicionais para o investidor que resolva sacar o dividendo em dinheiro, ao invés de aplicá-lo novamente em ativos da

¹⁰⁰ MAZZA A. Op.cit. p. 614. 2019.

¹⁰¹ CARNEIRO C. Curso de Direito Tributário e Financeiro. 9. ed. – São Paulo : Saraiva Educação, p. 530. 2020.

B3. O legislador pode dentro do princípio da legalidade e utilizando os modais deônticos produzir uma lei tributária que seja inteligível, de fácil execução e que possa ser aplicada de maneira equânime.

Nas palavras do Mestre Tributarista PAULO DE BARROS CARVALHO, 2019, temos uma reflexão sobre equidade que nos ajuda a entender estes conceito quando aplicado ao Diretor Tributário. Diz o mestre:

*“Tem vez a equidade quando o ser humano, posto na contingência de aplicar o direito, sopesa refletidamente seus valores e os da sociedade em que vive, observa os fatos sociais e examina-lhes as proporções na sua grandeza real, abrandando os rigores da lei e imprimindo-lhe ares de maior suavidade e dimensão humanitária. Não é um conceito construído pelo direito positivo, apenas mencionado. Daí a dificuldade em referi-lo com precisão. Mas a equidade, outrora já confundida com a justiça, está com ela intimamente associada, podendo dizer-se, com os romanos, **aequitas sequitur legem (a equidade segue a lei)**, como instrumento de realização dos ideais de bem comum que a comunidade social anela¹⁰². Grifo nosso”*

E continua o aclamado Mestre:

“Não quis o legislador do Código Tributário Nacional que a magnanimidade, implícita neste valor, chegasse a ponto de comprometer a substância dos direitos por ela alcançados, estabelecendo, no § 2º do art. 108, que o emprego da equidade não poderia ocasionar a dispensa do pagamento de tributo devido¹⁰³.”

Com essa proposta não se almeja o não pagamento dos impostos sobre os dividendos, mas o que se discute é uma forma que seja mais justa para o pequeno investidor que lutou muito para juntar um patrimônio dessa magnitude e aplicá-lo na B3 e ter a paciência de esperar o momento certo para usufruir destes valores.

JEREMY SIEGEL¹⁰⁴, 2015, destaca que o dinheiro depositado em títulos públicos e mesmo em cadernetas de poupança pode superar em muito o ganho com

¹⁰² CARVALHO PB. Curso de Direito Tributário. 30. ed. – São Paulo. Saraiva. p.147. 2019.

¹⁰³ CARVALHO PB. Op.cit. p.148. 2019.

¹⁰⁴ SIEGEL J. Op.cit. p. 124.

ações, no curto prazo, mas a história tem demonstrado que as ações são os mecanismos capazes de conservar o poder aquisitivo proporcionando um bom retorno no longo prazo. Tributar estes ativos de forma geral e realizada com uma única taxa pode aumentar a sensação de perda no curto prazo e impedir a construção de carteiras de longo prazo.

Devemos destacar que, de acordo com a Constituição de 1988, temos em seu art 153, III e § 2º; combinado com art. 154, I, poderemos ter uma inconstitucionalidade nessa proposta, como podemos extrair dos artigos citados, *in verbis*:

Art. 153. Compete à União instituir impostos sobre:

(...)

III - renda e proventos de qualquer natureza;

(...)

§ 2º O imposto previsto no inciso III:

I - será informado pelos critérios da generalidade, da universalidade e da progressividade, na forma da lei;

Art. 154. A União poderá instituir:

*I - mediante lei complementar, impostos não previstos no artigo anterior, desde que sejam não-cumulativos e **não tenham fato gerador ou base de cálculo próprios dos discriminados** nesta Constituição; (grifo nosso).*

Não seria possível usar a Tabela do IRPF devido a vedação imposta pela Constituição, que não permite que os impostos propostos por lei complementar tenham o mesmo fato gerador ou base de cálculo dos impostos discriminados nela. Não vemos óbice quanto a isso podendo ser utilizada outra base de cálculos para o referido imposto.

Como dissemos essa é apenas uma proposta que pode sofrer várias modificações em seu longo percurso nas Casas Legislativas. Essa proposta por nós aqui exposta poderia se resumir a somente limitar a faixa de isenção e exarar o seguinte comando: *rendimentos provenientes de dividendos até o limite de R\$ 50.000,00 estarão isentos de impostos. O que ultrapassar este valor será taxado em 15%*. Não acreditamos ser essa a melhor medida, mas para o objetivo deste trabalho se adequa, pois protege o pequeno investidor.

5.2.4 Tributação de acordo com o capital do investidor presente na B3

Este ponto talvez seja o mais espinhoso que tratamos até aqui, a tributação das grandes fortunas. Essa tributação é um mandamento previsto no art. 153, VII, CF/88, que nunca foi implementado, mesmo depois de mais de 30 anos da promulgação da Constituição Cidadã. O tema deverá ser tratado por uma lei complementar que nunca foi votada. As razões são diversas e fogem ao escopo deste trabalho discutí-las. Neste proposta que vamos citar agora não estamos querendo propor a tributação de grandes fortunas e sim fazermos um recorte para tributar apenas os patrimônios que estão na B3 em nome de pessoas naturais e pessoas jurídicas.

PIKETTY, 2014¹⁰⁵, destaca que não haveria muito sentido em arrecadar um imposto excepcional proporcional de 15% sobre todos os patrimônios privados europeus. Melhor seria aplicar uma tabela de cálculo progressiva de maneira a poupar os patrimônios mais modestos e demandar mais os patrimônios maiores.

Concordamos com PIKETTY, que um imposto com uma taxa igual para todos os patrimônios nos parece inadequado para a realidade brasileira. Nossa proposta consiste em um imposto progressivo de acordo com a Tabela 2 e a base de cálculo e as alíquotas foram baseados nas Figuras 6 e 7, descritas no capítulo 1, nas quais são avaliados os patrimônios médios dos investidores.

Essas alíquotas incidiriam sobre o ganho de capital naquele ano fiscal. Explicando: Um investidor com patrimônio de mais de R\$ 100 milhões ganha em um ano fiscal, R\$ 10 milhões, ele seria taxado em 30% sobre este ganho de acordo com a Tabela 2, tendo que pagar R\$ 3 milhões.

Acreditamos que a proposta acima atende o descrito no art. 153, III e § 2º, I, CF/88, anteriormente citado.

Admitimos que a estratificação poderia ser ainda maior nas faixas com elevados patrimônios, seguindo a lógica do princípio da progressividade. Nas lições de HUGO DE BRITO MACHADO SEGUNDO¹⁰⁶, sobre o referido princípio temos:

“Diz-se progressivo o tributo cujo ônus aumenta conforme se majora uma outra variável relativa à pessoa ou ao objeto a serem tributados.”

¹⁰⁵ PIKETTY T. Op. Cit .p. 529.

¹⁰⁶ MACHADO SEGUNDO HB. Op. Cit p.112.

THOMAS PIKETTY, 2015¹⁰⁷, em seu livro, “*É possível salvar a Europa?*” Afirma que a falta de progressividade fiscal para a cobrança de tributos dos patrimônios mais elevados pode trazer de volta os rentistas envelhecidos e a sociedade europeia pode ser acometida do ele nomeia de “*esclerose econômica*”. Nesse livro a análise se baseia em dados europeus. PIKETTY se posiciona contra as alíquotas *flat*, já discutidas anteriormente neste trabalho. Como analisamos no decorrer do capítulo quatro nossos legisladores não se atentaram para essa importante questão.

Tabela 2: Imposto Progressivo sobre o Patrimônio presente na Bolsa de Pessoas Naturais e Pessoas Jurídicas

Base de Cálculo (ano)	Alíquota (%)
1ª faixa: até R\$ 3.000.000,00	0,00
2ª faixa: de R\$ 3.000.000,01 até R\$ 10.000.000,00	5,0
3ª faixa: de R\$ 10.000.000,01 até R\$ 50.000.000,00	15,0
4ª faixa: de R\$ 50.000.000,01 até R\$ 100.000.000,00	20,0
5ª faixa: acima de R\$ 100.000.000,01	30,0

Fonte: Próprio autor.

THOMAS PIKETTI, 2015, em seu livro “*Economia da Desigualdade*”¹⁰⁸, destaca que o século XIX foi marcado pelo acúmulo de capital e pela renda das famílias serem constituídas principalmente pelos ganhos oriundos do capital. O que se costumou chamar de forma simplificada de rentismo. Ele destaca que depois da primeira Guerra mundial, isso mudou e a principal contribuição para a renda das famílias no século XX e XXI são os salários. PIKETTY acredita que este processo ocorreu em todos os países ocidentais. Mas o relevante em toda sua análise é fato de que este cenário só foi possível ser alterado pela revolução fiscal que ocorreu no século XX com a introdução do Imposto de Renda Progressivo (criado em 1914); o imposto de renda foi instituído no Brasil por força do artigo 31 da Lei nº 4.625 de 31 de dezembro de 1922, que orçou a

¹⁰⁷ PIKETTY T. *É Possível Salvar a Europa?*. Intrínseca. 272p. 2015.

¹⁰⁸ PIKETTY T. *Economia da Desigualdade*. Intrínseca. 153p. 2015.

Receita Geral da República dos Estados Unidos do Brasil para o exercício de 1923; e o imposto progressivo sobre a herança em 1901.

Em suma, o que PIKETTY afirma é que o fim do rentismo, ou diminuição da sua participação nas rendas das famílias, que dominou quase todo o século XIX (principalmente de sua segunda metade)¹⁰⁹, fornecendo renda as famílias mais abastadas nos países ocidentais, só foi interrompido pela revolução fiscal do século XX.

Nos é difícil avaliar quanto poderia render as alíquotas empregadas na Tabela 2, mas acreditamos que seria o “imposto de bilhão” designação comum no meio tributário, que significa por óbvio, que o imposto arrecadaria mais de 1 bilhão anualmente. A Argentina arrecadou mais de 2 bilhões de dólares com um imposto extraordinário sobre a riqueza, destinado a fazer face aos gastos com a pandemia do coronavírus. A chamada “Contribuição Solidária” foi aprovada em dezembro pelo Congresso com uma alíquota de pelo menos 2% dos patrimônios de pessoas que excedam 200 milhões de pesos (cerca de dois milhões de dólares), a serem pagos uma única vez¹¹⁰.

Nossa Constituição em seu art. 148, I, prevê também essa arrecadação de dinheiro de forma emergencial, *in verbis*:

“Art. 148. A União, mediante lei complementar, poderá instituir empréstimos compulsórios:

I - para atender a despesas extraordinárias, decorrentes de calamidade pública, de guerra externa ou sua iminência;” grifo nosso.

II - no caso de investimento público de caráter urgente e de relevante interesse nacional, observado o disposto no art. 150, III, “b”.

Parágrafo único. A aplicação dos recursos provenientes de empréstimo compulsório será vinculada à despesa que fundamentou sua instituição.

Como podemos observar temos alguns requisitos que precisam ser cumpridos: (1) o empréstimo compulsório deve instituído por lei complementar; (2) deve-se ter uma calamidade pública; (3) o dinheiro arrecadado está vinculado a essa calamidade; (4) o dinheiro deve ser devolvido, pois se trata de um empréstimo. O Brasil na pandemia de

¹⁰⁹ HOBBSAWM EJ. A Era do Capital, 1848-1875. 9ª edição. Editora Paz e Terra. p.54-55. 2002.

¹¹⁰ ISTO É. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/argentina-arrecada-mais-de-us-2-bilhoes-em-impostos-sobre-a-riqueza/>. Acesso em: 25 maio 2021.

COVID-19 não utilizou essa ferramenta fiscal.

Sabemos que a aprovação de tal medida proposta aqui neste tópico- Tributação de acordo com o patrimônio investido na B3, não será tarefa fácil e que muitos dirão que só pode ser realizado por lei complementar de acordo com o que nos diz o art. 153, VII. Discordamos, pois somente o capital que está na B3, estaria tributado, os depósitos em fundos de investimentos, os bens imóveis físicos, os bens móveis, o capital depositado no exterior essa lei não alcançaria. Acreditamos, com a devida vênia, que essa medida pode ser implementada até mesmo por meio de Medida Provisória.

Vejam os a lição do mestre ROQUE CARRAZA, no que tange ao uso de Medidas Provisórias para instituição de tributos:

“Registramos, por oportuno, que, ainda que se aceite que medida provisória possa criar ou aumentar tributos, ela só produzirá efeitos no exercício financeiro seguinte, caso tiver sido convolada em lei, no mínimo, noventa dias antes do término daquele em que foi editada (cf. art. 62, § 3º, c.c. o art. 150, III, "e", ambos da CF). A regra só não vale - por força da ressalva contida no § 2º do art. 62 da CF - para os impostos previstos nos arts. 153, I, II, IV e V, e 154, II, deste diploma normativo”¹¹¹.

O que o mestre nos diz é que matéria tributária pode ser tratada por Medida Provisória, sendo vedado apenas aquelas matérias nas quais a nossa Carta Política, 1988, veda, requerendo Lei Complementar.

Vejam os o que nos diz outro mestre, HUMBERTO ÁVILA, sobre o tema da Medida Provisória e sua capacidade material de instituir tributos:

“Esta regra geral — os tributos só podem ser instituídos por lei ordinária (ou medidas provisórias) — possui exceções previstas pela própria Constituição. De um lado, há tributos que só podem ser instituídos por meio de leis complementares aprovadas por maioria absoluta do Congresso Nacional. A lei ordinária não basta. De outro lado, há impostos cuja alíquota (não, porém, a base de cálculo) pode ser alterada pelo Poder Executivo¹¹²”. Grifo nosso.

¹¹¹ CARRAZA RA. Curso de Direito Constitucional Tributário. 32ª Editora jusPODVIM. p. 225. 2019.

¹¹² ÁVILA H. Sistema Constitucional Tributário. 5ª. SaraivaJur. p.183.2012.

5.2.5 Tributação diferenciada dependendo do Região do País no qual está domiciliado o investidor

Dentre as propostas que foram apresentadas até aqui, elas não trazem em seu conteúdo muita novidade no aspecto tributário. Diferentemente desta que será discutida neste tópico, dizemos isso sem nenhuma pretensão ou arrogância.

Como vetor de direcionamento jurídico usamos a Constituição de 1988, na qual o Constituinte foi bem generoso ao tratar do tema tributário, temos uma profusão de artigos que direcionam muitos dos aspectos relevantes em Direito Tributário. O art. 151, CF, 1988, estabelece, *in verbis*:

Art. 151. É vedado à União:

I - instituir tributo que não seja uniforme em todo o território nacional ou que implique distinção ou preferência em relação a Estado, ao Distrito Federal ou a Município, em detrimento de outro, admitida a concessão de incentivos fiscais destinados a promover o equilíbrio do desenvolvimento sócio-econômico entre as diferentes regiões do País;

Com base na segunda parte deste artigo da Constituição de 1988, propomos uma tributação diferenciada de acordo com o local de residência do investidor, pois como observamos na Figura 8, a região Nordeste tem apenas 6,88% dos investidores e a região Norte cerca de 2% dos investidores da B3. Seria uma alternativa se estes investidores fossem isentos dessa tributação com o objetivo de promover o equilíbrio das diversas regiões do Brasil e atender ao comando da norma constitucional presente no art. 151 e atendendo um dos objetivos fundamentais da República, descrito no art. 3º, III, CF 1988, *in verbis*:

“Art. 3º Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil:

(...)

*III - erradicar a pobreza e a marginalização e **reduzir as desigualdades sociais e regionais**; grifo nosso.*

Seria o uso da via fiscal para tentar reduzir as diferenças regionais, atrair mais investidores para B3 e ajudar o desenvolvimento de empresas nacionais, pois estas teriam na sua base de acionistas mais investidores brasileiros. Essa medida beneficiaria muito o pequeno investidor dessas regiões do país, nas quais os empregos e as formas de gerar renda são menores que outras regiões.

Nessa perspectiva de tributação a região nos quais os investidores não

atingissem 10% do total de investidores seriam isentos. Sob essa perspectiva atualmente (2021) todas as regiões seriam isentas, com exceção da região Sul e Sudeste, por concentrarem 87,42% dos investidores (Figura 8).

Essa isenção não precisaria durar para sempre, ela poderia ser por tempo determinado como por exemplo 10 a 20 anos. Este tempo seria razoável para que as desigualdades regionais diminuíssem, caso existissem políticas públicas neste sentido.

Essa isenção, baseada na localização geográfica do investidor, encontra amparo na Constituição de 1988, que em seu art. 43, § 2º, III, destaca que podem ser concedidos em caráter temporário isenções, reduções e diferimento de tributos federais devidos por pessoas físicas ou jurídicas, *in verbis*:

“Art. 43. Para efeitos administrativos, a União poderá articular sua ação em um mesmo complexo geoeconômico e social, visando a seu desenvolvimento e à redução das desigualdades regionais.

§ 2º Os incentivos regionais compreenderão, além de outros, na forma da lei: (grifo nosso)

III - isenções, reduções ou diferimento temporário de tributos federais devidos por pessoas físicas ou jurídicas; (grifo nosso)

Nosso trabalho avalia de forma crítica a tributação de dividendos com o foco no pequeno investidor, não iremos analisar as pessoas jurídicas presentes na B3, como investidores. Mas destacamos que este artigo supracitado já foi utilizado na isenção de tributos concedidos à Zona Franca de Manaus.

Não temos registros da utilização deste mandamento constitucional utilizado para pessoas físicas. Este artigo seria um dos que poderia ser utilizado com base legal para isenção dos dividendos recebidos por investidores domiciliados nas regiões beneficiadas com essa isenção.

Ao fim e ao cabo, tratamos aqui de diversas alternativas à tributação dos dividendos recebidos pelo pequeno investidor com ações na bolsa de valores brasileira. Destacamos que essas propostas poderiam serem combinadas para obter uma maior eficiência. Nada impede essa combinação.

Gostaríamos de frisar novamente que nenhuma das ações, fundos imobiliários, ETFs, ou qualquer outro ativo descrito aqui são sugestões de compras. O mercado de venda variável tem suas peculiaridades e cada carteira de ativos deve refletir uma estratégia de investimento, por isso ela é personalíssima.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após caminharmos juntos chegamos ao final e podemos resumir o que observamos ao longo de todo trabalho. A Bolsa de valores brasileira (B3) é uma ótima opção para construção de patrimônio para todos os investidores buy and holder; A Bolsa de Valores é um dos mecanismos mais eficientes de produzir riqueza no longo prazo; A presença de investidores na Bolsa de Valores Brasileira ainda é pequeno quando comparado aos mercados americano e europeu e a tributação tornará este crescimento muito mais lento; A cobrança de tributos será bastante prejudicial para o pequeno investidor; Os grandes recebedores de dividendos não sentirão o impacto da tributação e a sua migração para outras modalidades de investimento é fácil pelo valor do patrimônio; O poder dos juros compostos será bastante diminuído com a tributação; A cobrança de tributos pelos diversos países do mundo é bastante heterogênea e é difícil estabelecer um padrão. Brasil é um dos poucos países do mundo que ainda não tributa dividendos, essa tributação já ocorreu no passado; Sugerimos, caso seja necessário, a tributação poderia ser progressiva de acordo com as alíquotas usadas no Imposto de Renda Pessoa Física, estabelecendo um limite de isenção para investidores que receberem dividendos abaixo de R\$ 22.847,76 em 2020 (ano-calendário); Uma outra proposta de tributação seria pelo patrimônio do investido na B3 com alíquotas variando de 0 a 30% de acordo com patrimônio. A tributação dos dividendos poderia ser realizada por regiões do país com o fito de diminuir as diferenças regionais. Aqueles investidores de regiões do país as quais não atingissem 10% dos investidores seriam isentos de tributação. Podendo essa isenção ser por período determinado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. ABNER DJ. The ETF Handbook. How to Value and Trade Exchange-Traded Funds. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. 371p. 2016.
2. ANBIMA. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/index.htm. Acesso em: 19 maio 21.
3. ATEŞAĞAOĞLU. OE. Taxes, Financial Markets and the Great Moderation. Boğaziçi Journal Review of Social, Economic and Administrative Studies. 31(2): 83-115. 2017. <https://doi.org/10.21773/boun.31.2.5>
4. ÁVILA H. Sistema Constitucional Tributário. 5ª. SaraivaJur. p.183.2012.
5. B3. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/investidores.htm . Acesso em: 09 abril 2021.
6. BENAVIDES. J. BERGGRUN L. PERAFAN H. Dividend and payout policies: Evidence from Latin America. Finance Research Letters 17:2016.197–210. 2016.
7. BLOG SUPER ECONOMIA. Disponível em: <https://blogsupereconomica.com/etf-paga-dividendo/>. Acesso em: 13 fevereiro 2021.
8. BOLSA DE VALORES BRASILEIRA (B3). Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/. Acesso em: 09 abril 2021.
9. BOULTON T.J. BRAGA-ALVES MV. SHASTRI K. Payout policy in Brazil: dividends versus interest on equity. J. Corporate Finance 18, 968–979. 2012.
10. BTG PACTUAL DIGITAL . Disponível em:<https://www.btgpactualdigital.com/blog/coluna-andre-bona/o-que-sao-etfs-e-os-principais-disponiveis-para-o-investidor?> . Acesso em: 13 fevereiro 2021.
11. CÂMARA DOS DEPUTADOS. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/deputados/204391>. Acesso em: 19 maio 2021.
12. CÂMARA DOS DEPUTADOS. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2252638>. Acesso em: 18 maio 2021.
13. CÂMARA DOS DEPUTADOS. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2269697>. Acesso em: 19 maio 2021.

14. CÂMARA DOS DEPUTADOS. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/propostas-legislativas/2269442>. Acesso em: 19 maio 2021.
15. CARNEIRO C. Curso de Direito Tributário e Financeiro. 9. ed. – São Paulo : Saraiva Educação, p. 530. 2020.
16. CARRAZZA RA. Curso de Direito Constitucional Tributário. 32ª Editora jusPODVIM. p. 225. 2019.
17. CARREL L. ETFs for the Long Run What They Are, How They Work, and Simple Strategies for Successful Long-Term Investing. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. 373p. 2008.
18. CARVALHO AEF. Uma análise jurídico-econômica da bolsa de valores brasileira e seus investidores. In: Direito: Justiça, Políticas Públicas e as Relações entre Estado e Sociedade. Cap.4. p: 37-43. 2021. Disponível em: <https://www.finersistemas.com/atenaeditora/index.php/admin/api/ebookPDF/3756> Acesso em: 09 abril 2021.
19. CARVALHO PB. Curso de Direito Tributário. 30. ed. – São Paulo. Saraiva. p.147. 2019.
20. CARVALHO PB. Op.cit. p.148. 2019.
21. CHAN C-H. LIN M-H. Imputation tax system, dividend payout, and investor behavior: Evidence from the Taiwan stock exchange. Asia Pacific Management Review. 22: 146-58. 2017. <http://dx.doi.org/10.1016/j.apmr.2016.12.002>
22. CLUBE DOS POUPADORES. Disponível em: <https://clubedospoupadores.com/conversor-de-taxas-de-juros-mensal-para-anual> . Acesso em: 18 de fevereiro de 2021.
23. COLUSSI JM. BRUNELLI LD. O debate sobre a dedutibilidade dos JCP pagos de forma retroativa ou acumulada. CONJUR. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-mar-07/opiniao-dedutibilidade-jcp-pagos-forma-retroativa> . Acesso em : 14 maio 2021.
24. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br>. Acesso em: 13 fevereiro 2021.
25. COSTA MV. CARRASCO-GUTIERREZ CE. SANTOS REIS CVS. Diferencial de Salários por Cor e Sexo no Brasil: Uma Análise por Grandes Regiões. Economia Ensaios, Uberlândia, 35(1):1-21. Jul./Dez. 2020. <https://doi.org/10.14393/REE-v35n1a2020-49476>

26. DIMSON E. MARSH P. STAUNTON M. Triumph Of The Optimists - 101 Years Of Global Investment Returns. Princeton University Press. 353p. 2002.
27. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em:
17 abril 2021
28. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm.
Acesso em: 25 março de 2021.
29. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19249.htm. Acesso em:
25 março de 2021.
30. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm#art1
Acesso em: 25 março de 2021.
31. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm#art2 Acesso
em: 25 março de 2021.
32. Disponível: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18668.htm. Acesso em: 07
maio 2021.
33. ESTADÃO. Disponível em: <https://investidor.estadao.com.br/educacao-financeira/morte-day-trader-robinhood>. Acesso em: 11 maio 2021.
34. EXAME INVEST. Disponível em: <https://exame.com/invest/mercados/bolsa-brasileira-vale-r-4-trilhoes/>. Acesso em: 09 abril 2021.
35. FILOSOFIA NA ESCOLA. Disponível em:
<https://filosofiaescola.com/falacias/ladeira-escorregadia/>. Acesso em: 21 maio
2021.
36. FOLHA DE SÃO PAULO. Disponível em:
<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/03/veja-todas-as-vezes-que-a-bolsa-brasileira-acionou-o-circuit-breaker.shtml>. Acesso em: 27 abril 21.
37. FREITAS MS. MURAMATU ES. SANTOS FA. Estudo sobre os motivos dos brasileiros não investirem com habitualidade na bolsa de valores. Revista Acadêmica, São Paulo, 1(24): 59-70. 2020.
<https://doi.org/10.22287/ag.v1i24.907>
38. GRAHAM B. ZWEIG J. O Investidor Inteligente- O Guia Clássico Para Ganhar Dinheiro Na Bolsa. Harper Collins. 2019
39. HAGSTROM Jr RG. The Warren Buffett Way. John Wiley & Sons, Inc. 2005.

40. HARARI. YN. Sapiens: Uma breve história da humanidade. L&PMPOCKET. p.43-4. 2020.
41. HENK VON EIJE H. GOYALA. MUCKLEY CB. Flexible firm-level dividends in Latin America. Finance Research Letters. 23:133-6. 2017. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.02.012>
42. HERRON R. PLATT K. World dividends and tax shocks. Global Finance Journal 47: 1-23. 2021. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100516>
43. HOBBSAWM EJ. A Era do Capital, 1848-1875. 9ª edição. Editora Paz e Terra. p.54-55. 2002.
44. INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE)- PROGRAMA NACIONAL DE AMOSTRA POR DOMICÍLIOS (PNAD). Disponível em : <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/10/taxa-de-desemprego-chega-a-17-entre-mulheres-e-16-entre-negros.shtml>. Acesso em: 09 abril 2021.
45. IBGE Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/explica/inflacao.php>. Acesso em: 12 maio 2021.
46. IBGE. Disponível em: <https://cidades.ibge.gov.br/brasil/ce/panorama>. Acesso em: 26 abril 2021.
47. IBGE. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/index.html>. Acesso em: 09 abril 2021.
48. INGAIA. Disponível em: <https://www.ingaia.com.br/aprenda-a-calculador-o-valor-de-locacao-do-imovel-2/>. Acesso em: 14 maio 2021.
49. INSTAGRAM. Disponível em : <https://www.instagram.com/p/CN0TcsCA9JR/?hl=pt-br>. Acesso em: 20 abril 2021.
50. IQ360 SERVICOS DE INFORMACAO E TECNOLOGIA LTDA. Disponível em: <https://www.iq.com.br/investimentos/artigos/o-tamanho-da-b3>. Acesso em: 09 abril 2021.
51. ISTO É. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/argentina-arrecada-mais-de-us-2-bilhoes-em-impostos-sobre-a-riqueza/>. Acesso em: 25 maio 2021.
52. JIANG X. ZHANG C. JIA J. YU S. Individual investors' dividend taxes and corporate innovation: evidence from China. China Journal of Accounting Studies, 6(3): 394-420. <https://doi.org/10.1080/21697213.2018.1567123>

53. KB INVESTIMENTOS. Disponível em: <https://kbinvestimentos.com.br/2019/07/04/os-melhores-setores-da-bolsa/>. Acesso em: 09 junho 2021.
54. KRIEGER K. MAUCK N. PRUITT SW. The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. *Finance Research Letters* 1: 1-7. 2020. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101910>
55. LA PORTA R. LOPEZ-DE-SILANES F, ANDREI SHLEIFER A. VISHNY RW. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*. LV(1):1-33. 2000.
56. LEITE GN. O Princípio a Eficiência na Teoria de Justiça como Equidade de Rawls. 114-134. In: *Teorias da justiça, da decisão e da argumentação jurídica*. Organização CONPEDI. 2017. <http://conpedi.danilolr.info/publicacoes/roj0xn13/kgnl532z/TS7G3JwE5D24thu3.pdf>.
57. LYNCH P. ROTHCHILD J. *One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market*. Simon & Schuster. 2000.
58. LYNCH P. ROTHCHILD J. *Learn to Earn: A Beginner's Guide to the Basics of Investing and Business*. Simon & Schuster. 272p. 1996.
59. MACHADO HB. Ainda a questão da reforma tributária. OPOVO. Publicado em 25/10/2017.
60. MACHADO SEGUNDO HB. *Manual de Direito Tributário*. 10ª Edição. Editora Atlas. p.64. 2018.
61. MACHADO SEGUNDO HB. Op. cit. p.112.
62. MAZZA A. *Manual de direito tributário*. 5. ed. São Paulo. Saraiva. P. 348. 2019.
63. MAZZA A. Op.cit. p. 614.
64. MELHORES INVESTIMENTOS. COM.BR Disponível em: <https://www.osmelhoresinvestimentos.com.br/curiosidades/5-grandes-escandalos-que-fizeram-as-aco-es-de-grandes-empresas-cairem/> . Acesso em: 13 fevereiro 2021.
65. MIRALLES-QUIRÓS JL. MIRALLES-QUIRÓS MM. Are alternative energies a real alternative for investors? *Energy Economics* 78: 535–545. 2019.
66. MODIGLIANI F. MILLER MH. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*. XXXIV(4): 411-433. 1961.

67. MODIGLIANI F. MILLER MH. The Cost of Capital: Corporate Finance, and the Theory of Investment, The American Economic Review, v. 47, iss. 3, Jun., 1958.
68. MOTA DM. EID JUNIOR W. DIVIDENDOS, JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO E RECOMPRA DE AÇÕES: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. XXXI Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro. 2007.
69. NORMAS DA RECEITA FEDERAL. Disponível em: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&i dAto=97453>. Acesso em: 07 maio 2021.
70. OCDE. Disponível em: https://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=TABLE_II4. Acesso em: 16 abril 21.¹
71. OLIVEIRA WR. Estudo da População Economicamente Ativa no Brasil via Análise de Agrupamentos. 2019. 21 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2019.
72. PACHECO A. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/jogo-das-regras/o-fetico-da-tributacao-dos-dividendos/>. Acesso em: 17 abril 21.
73. PIKETTY. T. O Capital no século XXI. Editora Intrínseca. p. 11. 2014.
74. PIKETTY T. Op. Cit .p. 529.
75. PIKETTY. Op. Cit. p. 469. 2014.
76. PIKETTY T. É Possível Salvar a Europa?. Intrínseca. 272p. 2015.
77. PIKETTY T. Economia da Desigualdade. Intrínseca. 153p. 2015.
78. PORTAL G1. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/08/31/orcamento-2021-governo-propoe-aumento-de-quase-20percent-no-bolsa-familia-para-r-3485-bilhoes.ghtml>. Acesso em: 17 abril 21..
79. PORTAL G1. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/05/27/cvm-abre-inqueritos-para-investigar-irregularidades-envolvendo-irb-brasil.ghtml>. Acesso em: 13 fevereiro 2021.
80. PROCIANOY JL. POLI BTC. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do Desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta

- criativa. Revista de Administração de Empresas. São Paulo, 33(4):6-15 Jul./Ago. 1993.
81. R7. Disponível em: <https://www.contabeis.com.br/noticias/46166/tabela-imposto-de-renda-2021-entenda-aliquotas-e-deduo-es-previstas/>. Acesso em: 21 maio 2021.
82. RECEITA FEDERAL DO BRASIL. Disponível em: <https://www.gov.br/receitafederal/pt-br>. Acesso em: 06 maio 2021.
83. REDE JORNAL CONTÁBIL. Disponível em: <https://www.jornalcontabil.com.br/ir-preciso-declarar-venda-de-aco-es-acima-de-r-20-mil/>. Acesso em: 11 maio 2021.
84. RICHARDS, A. All about exchange-traded funds. The McGraw-Hill Companies. 306p. 2003.
85. SCHREIBER JR D. STROIK GE. All About Dividend Investing. McGraw-Hill. 2005.
86. SEN A. Desenvolvimento como Liberdade. Companhia das Letras. p. 251-3. 2012.
87. SENADO FEDERAL. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/141119>. Acesso em: 17 maio 21
88. SIEGEL JJ. Investido em ações no longo prazo. Bookman. 2015.
89. SIEGEL JJ. op.cit. p. 100.
90. SIEGEL JJ. op.cit. p. 104.
91. SIEGEL JJ. op.cit. p. 110-11.
92. SIEGEL J. Op.cit. p. 124. 2015.
93. SINDOIFISCO. Disponível em: <https://sindifisco-ms.org.br/tributos/opinia-o-tributar-dividendos/>. Acesso em: 17 abril 21.
94. SOARES MRC. Op.cit p.13.
95. SOARES MRC. Tributação no Brasil e nos Estados Unidos. Estudo Técnico.52p. 2020. Disponível em: [https://camaranet.camara.leg.br/documents/384295/41055279/Tributa%C3%A7%C3%A3o_Brasil_EUA_Soares%20\(1\).pdf](https://camaranet.camara.leg.br/documents/384295/41055279/Tributa%C3%A7%C3%A3o_Brasil_EUA_Soares%20(1).pdf). Acesso em: 14 maio 2021.
96. STATISTA. Disponível em: <https://www.statista.com/statistics/1045027/brazil-ibovespa-stock-market-index/>. Acesso em: 23 abril 2021.

97. STATUS INVEST. Disponível em: <https://statusinvest.com.br/>. Acesso em: 12 maio 2021.
98. SUNO. Disponível em : <https://www.suno.com.br/artigos/flipagem/>. Acesso em: 08 maio 2021.
99. SUNO. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/tributacao-para-etf/>. Acesso em: 13 maio 2021
100. SUNO. <https://www.suno.com.br/artigos/acoes-de-dividendos-nao-valorizam/>. Acesso em: 10 maio 2021
101. SUNO. <https://www.suno.com.br/artigos/dividendos-2018-acoes-investir/>. Acesso em: 10 maio 2021.
102. TEIXEIRA BR. PRADO MF. RIBEIRO KCR. Um Estudo da Teoria de Modigliani-Miller através do Caso de Empresas Brasileiras: Analisando a Irrelevância da Estrutura de Capitais. FACEF PESQUISA, Franca, 14(1):67-79. 2011.
103. TESOIRO DIRETO. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/>. Acesso em: 20 abril 2021.
104. UNISINOS. Disponível em: <http://www.ihu.unisinos.br/78-noticias/568421-volta-da-tributacao-sobre-lucros-e-dividendos-renderia-r-60-bilhoes>. Acesso em: 17 abril 21.
105. UOL. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/bbc/2019/01/22/reforma-da-previdencia-um-retrato-das-aposentadorias-no-brasil-em-6-fatos.htm>. Acesso em: 10 de junho de 2021.
106. VALOR INVESTE. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2020/11/18/ibovespa-patina-a-sombra-dos-sinais-de-nova-onda-da-covid-19-no-brasil.ghtml>. Acesso em: 13 fevereiro 2021.
107. VALOR INVESTE. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2021/01/15/apenas-3percent-dos-brasileiros-investiram-em-acoes-em-2020-e-media-aplicada-caiu-31percent.ghtml>. Acesso em: 09 janeiro 2021.
108. WARREN BLOG. Disponível em: <https://warren.com.br/blog/setores-da-bolsa/>. Acesso em: 20 abril 2021.

109. WIKIPEDIA. Disponível em:
https://en.wikipedia.org/wiki/Dividend_tax#cite_note-43. Acesso em: 16 abril
21.
110. WORLDWIDE CORPORATE TAX GUIDE. EYGM Limited. 2020.
111. WRIGHT K. Dividends Still Don't Lie. The truth about investing in blue
chip stocks and winning in the stock market. John Wiley & Sons, Inc. p.34.
2010.
112. YANG JGS. LAURICELLA LJ. AQUILINO FJ. Abuses and Penalties
of a Corporate Tax Inversion. Int. J. Financial Stud. 7(5):1-12.2019.
<https://doi.org/10.3390/ijfs7010005>