

# O DELINEAMENTO DE OPERAÇÕES FINANCEIRAS E O CONTROLE DE PREÇOS DE TRANSFERÊNCIA: APROXIMAÇÕES E DISTANCIAMENTOS ENTRE A CONTABILIDADE E O DIREITO TRIBUTÁRIO

Ramon Tomazela Santos

Doutor e Mestre em Direito Econômico, Financeiro e Tributário pela Universidade de São Paulo (USP). Master of Laws (LL.M.) em Tributação Internacional pela Universidade de Economia e Negócios de Viena, na Áustria. Professor de Direito Tributário no mestrado profissional do Instituto Brasileiro de Direito Tributário (IBDT) e em diversos cursos de pós-graduação.

Artigo recebido em 25.08.2023 e aprovado em 04.09.2023.

**SUMÁRIO:** 1 Introdução 2 O reconhecimento contábil de instrumentos financeiros 3 O delineamento de operações financeiras no controle de preços de transferência 4 A maior amplitude do art. 27 da Lei n. 14.596/2023 em comparação com o reconhecimento contábil de instrumentos financeiros 5 Estudo de caso 6 O desafio trazido pela análise da perspectiva das partes, à luz das opções realisticamente disponíveis 7 Conclusões 8 Referências.

**RESUMO:** O presente artigo pretende examinar as aproximações e os distanciamentos existentes entre o reconhecimento contábil e o delineamento de operações financeiras para fins de controle dos preços de transferência, à luz do contexto normativo subjacente e das finalidades buscadas.

**PALAVRAS-CHAVE:** Instrumentos financeiros. Operações financeiras. Preços de transferência. Contabilidade. Direito tributário.

## 1 INTRODUÇÃO

A Lei n. 14.596/2023 introduziu no ordenamento jurídico brasileiro novas regras de preços de transferência, integralmente alinhadas ao padrão *arm's length* e às diretrizes internacionais da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Fruto de conversão da Medida Provisória

n. 1.152/2022, a nova lei decorre de um longo projeto conduzido pela Receita Federal do Brasil (RFB), com o apoio da OCDE e do Governo do Reino Unido, para a convergência do sistema tributário brasileiro às práticas internacionais de preços de transferência.

No âmbito do controle dos preços de transferência, as operações financeiras contratadas entre partes relacionadas merecem atenção especial, não apenas porque grupos econômicos multinacionais frequentemente utilizam estratégias de financiamento intragrupo para maximizar a sua estrutura de capital, mas também porque, em virtude de sua mobilidade, o capital pode ser facilmente transferido para jurisdições de baixa tributação, sem a necessidade de realocação de outros fatores de produção (v.g., funcionários, máquinas e equipamentos etc.).

O art. 27 da Lei n. 14.596/2023, ao tratar do delineamento de operações financeiras, previu que as operações de fornecimento de recursos financeiros poderão ser delineadas, total ou parcialmente, como operação de dívida ou de capital, consideradas as características economicamente relevantes da transação, as perspectivas das partes e as opções realisticamente disponíveis. Na sequência, o § 1º desse dispositivo estabelece que, se a transação for delineada como operação de capital, os juros e demais despesas financeiras não serão dedutíveis do lucro real e da base de cálculo da CSLL. Trata-se, assim, de regra jurídica que lida com o delineamento dos instrumentos financeiros de capital e de dívida, incluindo aqueles com características híbridas ou compostas.

Na contabilidade, desde a introdução do padrão internacional de contabilidade no Brasil em 2007, com a promulgação da Lei n. 11.638/2007, houve a edição de Pronunciamentos Contábeis disciplinando o reconhecimento, a mensuração e a divulgação de instrumentos financeiros, conforme se verifica no quadro a seguir:

IASB	CPC	Objeto
IAS 39	CPC 38	Classificação e mensuração de instrumentos financeiros
IAS 32	CPC 39	Apresentação de instrumentos financeiros
IFRS 7	CPC 40	Divulgação de instrumentos financeiros
IFRS 13	CPC 46	Mensuração a valor justo de instrumentos financeiros
IFRS 9	CPC 45	Instrumentos financeiros

Assim, a contabilidade possui experiência estratificada no reconhecimento de instrumentos de capital e de dívida nas demonstrações financeiras, incluindo os instrumentos financeiros híbridos, também chamados de instrumentos

financeiros compostos<sup>1</sup>, como as ações preferenciais resgatáveis, as debêntures participativas subordinadas e as dívidas perpétuas. Na esfera contábil, o tema suscita controvérsia porque os valores envolvidos nas operações com instrumentos financeiros podem ser registrados no passivo ou no patrimônio líquido, o que pode interferir na análise de indicadores econômicos importantes, como o nível de endividamento, o grau de solvência, o índice de liquidez e as notas de classificação de risco (*credit rating*).

Nesse contexto, o presente artigo pretende examinar as aproximações e os distanciamentos existentes entre o reconhecimento contábil e o delineamento de operações financeiras para fins de controle dos preços de transferência, à luz do contexto normativo subjacente e da finalidade buscada por cada um dos regimes. Para tanto, será preciso investigar se – e em que medida – o reconhecimento contábil de uma operação financeira como instrumento de capital coincidirá com o seu delineamento para fins de controle dos preços de transferência, bem como as possíveis justificativas para a diferença de tratamento, sob o prisma das finalidades perseguidas.

Esse é o desafio do presente estudo.

## 2 O RECONHECIMENTO CONTÁBIL DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS

Sob a perspectiva contábil, o item 29 do Pronunciamento Técnico CPC n. 39 prevê que os instrumentos financeiros compostos, que contêm elementos de passivo e de patrimônio líquido, devem ter seus componentes segregados para efeito de reconhecimento nas demonstrações financeiras. Ao determinar a segregação, o Pronunciamento Técnico CPC n. 39 exige a atribuição de valor aos componentes do patrimônio líquido e do passivo. Assim, o instrumento financeiro composto deve, primeiramente, ser avaliado a valor justo, sendo o respectivo valor, em seguida, decomposto entre a parcela passiva e a parcela patrimonial. Note-se que o componente do patrimônio líquido tem valor residual, após a dedução da parcela passiva do valor justo total do instrumento financeiro híbrido ou composto.

---

1. Na esfera contábil, a denominação "instrumento financeiro composto" designa um instrumento financeiro não derivativo que contém elementos de capital próprio (patrimônio líquido) e capital de terceiros (passivo). A denominação "instrumento financeiro híbrido" ficaria restrita, portanto, aos instrumentos financeiros que contêm um derivativo embutido. Apesar disso, no âmbito do Direito Tributário, a expressão "instrumentos financeiros híbridos" é comumente utilizada para instrumentos financeiros que conjugam características de capital próprio e capital de terceiros, independentemente da existência, ou não, de derivativo embutido.

A classificação de determinada operação financeira entre instrumento de capital e instrumento de dívida não é simples, pois o avanço na área de engenharia financeira permitiu a criação de instrumentos customizados, que combinam características de capital próprio e de terceiros. É por isso que, atualmente, a classificação de instrumentos financeiros funciona como um contínuo, no qual em um extremo há os instrumentos de capital puros, e, no outro extremo, há os instrumentos de dívida puros. Porém, entre esses dois limites, há diversos instrumentos financeiros que podem se aproximar mais de uma ou de outra extremidade. Para efeitos didáticos, é possível listar determinadas características que podem auxiliar na aproximação de determinado instrumento financeiro com um dos lados do espectro:

Instrumentos de capital	Instrumentos de dívida
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Partilha de riscos da atividade econômica</li> <li>• Valor do principal é contingente</li> <li>• Remuneração depende de lucros ou resultados</li> <li>• Participação em lucros anteriores à data da emissão do instrumento</li> <li>• Absorção de prejuízos antes do pagamento de lucros</li> <li>• Retorno total muito superior à taxa de juros de mercado</li> <li>• Resgate antecipado apenas a critério do emissor</li> <li>• Vencimento condicionado à dissolução judicial ou extrajudicial da companhia</li> <li>• Valor de resgate em caso de liquidação calculado a partir do percentual do patrimônio líquido</li> <li>• Redução da remuneração em caso de emissão de novas ações</li> <li>• Subordinação aos demais credores<sup>2</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Risco de crédito</li> <li>• Direito ao resgate, reembolso ou devolução do valor do principal não é contingente</li> <li>• Valor denominado em moeda estrangeira</li> <li>• Ausência de prazo de vencimento (maturidade indefinida)</li> <li>• Existência de garantia ou preferências</li> <li>• Diferimento dos juros, mas com pagamento do valor acumulado</li> <li>• Restrição ao direito da companhia emissora de alienar ativos</li> </ul>

Como se pode inferir do quadro *supra*, para efeito de classificação de instrumentos financeiros, é indispensável a verificação pormenorizada das cláusulas

2. Vale observar que, mesmo com a subordinação aos demais credores, ainda assim, há preferência em relação aos sócios, de modo que essa característica deve ser vista com cautela.

contratuais, à luz das definições contábeis de passivo e de patrimônio líquido. Em linhas gerais, o passivo corresponde a uma obrigação legal presente, derivada de eventos já ocorridos, cuja liquidação se espera que resulte em saída de recursos da entidade, capazes de gerar benefícios econômicos futuros. Por seu turno, o patrimônio líquido representa o interesse residual nos ativos da entidade depois de deduzidos todos os seus passivos. Daí a utilização da noção de **compulsão econômica** como um elemento distintivo relevante para a classificação dos instrumentos financeiros<sup>3</sup>.

A noção de **compulsão econômica**, exigida dos instrumentos de dívida reconhecidos no passivo, se contrapõe à **inexigibilidade de liquidação**, que é condição para o reconhecimento dos instrumentos de capital no patrimônio líquido da entidade, não apenas em razão do item 16A(a) do Pronunciamento Técnico CPC n. 39, mas, principalmente, em virtude da própria essência econômica do patrimônio líquido, que representa o interesse residual dos sócios nos ativos líquidos da sociedade, após a dedução dos seus passivos<sup>4</sup>. Essa definição econômica, que pode ser extraída da moderna teoria financeira, é confirmada pelo Pronunciamento Conceitual Básico do CPC, que trata da elaboração e da divulgação do relatório contábil-financeiro, do qual se extrai que, em última análise, os titulares de um instrumento de capital apenas fazem jus ao saldo remanescente após a liquidação do passivo da entidade<sup>5</sup>.

A contabilização de instrumentos financeiros no patrimônio líquido pode ser incentivada pela administração em razão de efeitos positivos nos indicadores econômicos da entidade, sobretudo aqueles relacionados à solvência e ao nível de endividamento. É por isso que certas companhias procuram registrar os instrumentos financeiros híbridos por elas emitidos no patrimônio líquido, indicando, em suas notas explicativas, as características do título que justificam esse reconhecimento contábil. Essa particularidade exige atenção dos órgãos reguladores, pois o registro do instrumento financeiro no patrimônio líquido pode deixar de passar aos interessados informações adequadas sobre o nível de endividamento da companhia.

3. FLORES, Eduardo; BRAUNBECK, Guillermo; CARVALHO, Nelson. **Teoria da contabilidade financeira**: fundamentos e aplicações. São Paulo: Atlas, 2018. p. 147.

4. CARVALHO, Nelson; FLORES, Eduardo. Instrumentos financeiros híbridos: possível conflito entre essência *x* forma. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga; LOPES, Alessandro Broedel (coord.). **Controvérsias jurídico-contábeis** (aproximações e distanciamentos). São Paulo: Dialética, 2014. v. 5, p. 323.

5. LOPES, Tatiana. Instrumentos financeiros híbridos, compostos e derivativos embutidos: impactos fiscais da não regulamentação do tema pela MP 627/2013. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga; LOPES, Alessandro Broedel (coord.). **Controvérsias jurídico-contábeis** (aproximações e distanciamentos). São Paulo: Dialética, 2014. v. 5, p. 400.

Em suma, para verificar o grau de participação do investidor nos riscos da atividade econômica, o intérprete pode levar em consideração os seguintes elementos, sem prejuízo de outros que possam ser relevantes no caso concreto: (i) o valor do capital injetado na sociedade; (ii) a classificação dos créditos em comparação com os demais credores; (iii) o grau de dependência do retorno financeiro em relação aos lucros apurados pela sociedade; (iv) a existência de outras fontes de remuneração, além do direito de participação nos resultados<sup>6</sup>; (v) as condições para a devolução do capital investido; (vi) a posição do investidor em caso de apuração de prejuízos pela sociedade; (vii) a existência, ou não, de direito de participação no acervo líquido em caso de dissolução da sociedade; (viii) o prazo de manutenção dos recursos financeiros investidos na sociedade<sup>7</sup>; (ix) a existência, ou não, de direito de voto ou de participação nas decisões empresariais; (x) a existência de relação societária anterior entre o investidor e a sociedade emissora; (xi) a estrutura de capital da pessoa jurídica e a existência, ou não, de capitalização insuficiente<sup>8</sup>; e (xii) as condições da sociedade emissora de contrair empréstimos com partes independentes no mercado<sup>9</sup>.

### 3 O DELINEAMENTO DE OPERAÇÕES FINANCEIRAS NO CONTROLE DE PREÇOS DE TRANSFERÊNCIA

O delineamento de qualquer transação controlada, incluindo as operações financeiras, envolve cinco etapas fundamentais, que serão examinadas a seguir.

A **primeira etapa** consiste na análise das **condições contratuais da transação**, à luz da efetiva conduta das partes e das premissas econômicas que orientariam uma transação realizada entre partes independentes. Essa análise constitui um passo fundamental do delineamento de uma operação financeira, por abranger, entre outros fatores, o tipo de instrumento financeiro utilizado, a data de devolução do principal, os intervalos de pagamento de juros (se tem

- 
6. HAMMER, Viva; CHEN, Sam; CARMAN, Paul. Tax treatment of contingent convertible bonds. **Derivatives & Financial Instruments**, Amsterdam, v. 13, n. 3, p. 99, 2011.
  7. HASLEHNER, Werner. Article 10 – Dividends. In: REIMER, Ekkehart; RUST, Alexander (coord.). **Klaus Vogel on double taxation conventions**. 4. ed. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2015. p. 836, n. 92.
  8. Ao aportar recursos em uma sociedade com alto nível de endividamento, o investidor pode passar a correr riscos característicos de um sócio, pois o patrimônio da pessoa jurídica passa a ser insuficiente para responder por suas dívidas (HAMMER, Viva; CHEN, Sam; CARMAN, Paul. Tax treatment of contingent convertible bonds. **Derivatives & Financial Instruments**, Amsterdam, v. 13, n. 3, p. 102, 2011).
  9. HAMMER, Viva; CHEN, Sam; CARMAN, Paul. Tax treatment of contingent convertible bonds. **Derivatives & Financial Instruments**, Amsterdam, v. 13, n. 3, p. 99, 2011.

cupom periódico ou não), a taxa de juros (fixa ou flutuante), o caráter contingente ou não (*i.e.*, se depende da existência de lucro ou não), o nível de senioridade ou de subordinação, a moeda de indexação da obrigação, a existência de garantia, entre outros elementos. Em geral, os termos contratuais que regem o fornecimento de recursos entre empresas relacionadas precisam refletir a realidade fática, a estratégia de financiamento da pessoa jurídica e as particularidades do negócio jurídico pactuado, em linha com os objetivos das partes.

A **segunda etapa** reside na **análise funcional** para fins de controle dos preços de transferência, que envolve a identificação das funções desempenhadas, dos ativos utilizados e dos riscos assumidos na operação financeira, sob o prisma das duas partes envolvidas (*i.e.*, tanto sob o enfoque do credor quanto sob a perspectiva do devedor).

As **funções** podem estar relacionadas, por exemplo, às decisões envolvidas na captação dos recursos financeiros e na negociação dos contratos, à administração dos instrumentos contratuais, ao monitoramento do risco de crédito, ao cálculo da remuneração, ao controle de ativos concedidos em garantia, entre outras.

Os **ativos** são os bens tangíveis e intangíveis utilizados pelas partes envolvidas na transação. No caso de operações financeiras, os ativos desempenham um papel menos relevante do que nas demais transações controladas, mas, ainda assim, podem influenciar nos termos e condições da operação financeira e na análise do risco, sobretudo nos casos em que esses ativos são oferecidos como garantia real.

Quanto aos **riscos**, a OCDE destaca que, se o credor não estiver exercendo controle sobre os riscos associados a um adiantamento de recursos ou não tiver capacidade financeira para assumi-los, tais riscos devem ser alocados à empresa que exerça o controle e tenha capacidade financeira para a assunção deles. Para tanto, a OCDE propõe uma abordagem em seis etapas para a alocação de riscos em operações financeiras, a saber: (i) a identificação dos riscos economicamente relevantes; (ii) a compreensão da assunção contratual do risco; (iii) a elaboração de uma análise funcional em relação ao risco; (iv) a interpretação dos passos anteriores; (v) a alocação de risco para as partes da operação; (vi) a precificação da operação, levando em consideração as consequências da alocação do risco<sup>10</sup>.

Nesse contexto, o art. 29, I, da Lei n. 14.596/2023 prevê que, no caso de transação controlada delineada como operação de dívida, quando for verificado que a parte relacionada, credora da operação de dívida, não possui a capacidade

---

10. OECD. **Transfer pricing guidelines for multinational enterprises and tax administrations 2022**. Paris: OECD, 2022. p. 48-49 (§ 1.60).

financeira ou não exerce o controle sobre os riscos economicamente significativos associados à transação, a sua remuneração não poderá exceder ao valor da remuneração determinada com base em **taxa de retorno livre de risco**.

A **taxa de retorno livre de risco** será aquela que represente o retorno que seria esperado de um investimento com menor risco de perda, em particular os investimentos efetuados em títulos públicos, emitidos por governos na mesma moeda funcional do credor da operação e que apresentem as menores taxas de retorno<sup>11</sup>.

Diversamente, se for verificado que a parte relacionada, credora da operação de dívida, possui a capacidade financeira e exerce o controle sobre os riscos economicamente significativos associados à transação, a sua remuneração não poderá exceder ao valor da remuneração determinada com base em **taxa de retorno ajustada ao risco**<sup>12</sup>. Nesse caso, a remuneração será composta pela **taxa de retorno livre de risco**, ajustada por prêmio que reflita o risco assumido pelo credor<sup>13</sup>.

Os principais tipos de riscos a serem considerados são os seguintes<sup>14</sup>:

Tipo de risco	Descrição
Risco de mercado	O risco de perda do capital decorrente de mudanças nas condições de mercado e taxas de juros, as correlações entre esses elementos e sua volatilidade.
Risco de devedor	O risco de perda do capital decorrente da incapacidade de as contrapartes cumprirem as suas obrigações financeiras.
Risco de vencimento	O risco de perda do capital decorrente de mudança das taxas de juros enquanto os recursos estiverem vinculados a um instrumento financeiro até o seu vencimento.
Risco de reinvestimento	O risco de que os pagamentos a título de juros e antecipação do principal não sejam reinvestidos à taxa de juros vigente na data em que o empréstimo foi originalmente emitido.
Risco operacional	O risco de perda do capital por fraude ou apresentação de dados inadequados por falha de procedimentos, de sistemas internos, erro humano ou eventos externos.

A **terceira etapa** envolve as características da operação financeira, que devem ser consistentes com o que seria pactuado entre terceiros. As características relevantes de um instrumento financeiro podem incluir, exemplificativamente: o

11. Art. 29, parágrafo único, I, da Lei n. 14.596/2023.

12. Art. 29, II, da Lei n. 14.596/2023.

13. Art. 29, parágrafo único, II, da Lei n. 14.596/2023.

14. MOERER, Omar; MANIVANNAN, Shyam Sundar; YUAN, Rui. Accurate delineation of financial transactions. In: LANG, Michael; PETRUZZI, Raffaele (coord.). **Transfer pricing and financial transactions**: current developments, relevant issues and possible solutions. Vienna: Linde, 2022. p. 42.



valor do principal, o prazo de vencimento, a remuneração estabelecida, o cronograma de pagamento, a natureza do instrumento, o nível de senioridade e subordinação, o domicílio do mutuário, a moeda, as garantias ofertadas, entre outras.

A **quarta etapa** compreende as circunstâncias econômicas. Esses aspectos são essenciais para a avaliação de operações financeiras, especialmente fatores macroeconômicos, que desempenham um papel relevante na comparabilidade entre as transações controladas e não controladas. Esse fator é particularmente importante na análise de comparabilidade, uma vez que os mercados de capitais são bastante voláteis e há instrumentos financeiros com diferentes níveis de liquidez.

Apenas para exemplificar, veja-se que o critério do *multiple year data*, comumente utilizado para agregar elementos à análise de comparabilidade, não costuma ser apropriado para a comparação de instrumentos financeiros, tendo em vista que a comparação de dados de vários anos sobre emissões de títulos de dívidas pode causar distorções na análise, já que as circunstâncias econômicas podem ter mudado durante esse período. Assim, quanto mais próxima a emissão de uma operação financeira comparável estiver da transação controlada, menor será a probabilidade de diferenças decorrentes de fatores econômicos. Além disso, é prudente considerar que as taxas dos instrumentos financeiros (mesmo na mesma moeda) podem variar entre países em virtude de mecanismos de controle de taxa de juros, controle de taxa de câmbio, restrições cambiais ou regulatórias, entre outras. Entre as circunstâncias econômicas a serem consideradas na avaliação, destacam-se as seguintes: moeda, localização geográfica, setor de atividade, momento da transação etc.

A **quinta etapa** reside no exame das estratégias de negócios, que também podem afetar a forma como uma operação de financiamento corporativo é estruturada, influenciando na estipulação de seus termos e condições. As estratégias de negócios devem levar em consideração o atual posicionamento de mercado do grupo multinacional que realizou a transação controlada. Apenas a título de ilustração, veja-se que uma pessoa jurídica que contrata uma operação financeira para adquirir um concorrente, em um M&A, pode apresentar um endividamento superior e que não seria aceitável para empresas que atuam no mesmo mercado, mas sem planos de expansão via aquisição de outras empresas. Nesse cenário, credores independentes provavelmente estariam propensos a disponibilizar recursos financeiros em montante superior ao que seria esperado na ausência da operação de M&A, pois, após a combinação de negócios, a capacidade de pagamento da pessoa jurídica adquirente deverá aumentar, justificando aquela alavancagem temporária.

Por igual forma, instrumentos de dívida voltados a investimentos em bens de capital geralmente apresentam características diferentes de um instrumento de dívida que visa a atender às necessidades de capital de giro. Um instrumento de dívida de longo prazo pode ser utilizado em virtude da capacidade de produzir, com recursos de terceiros, maior retorno aos sócios, o que se verifica quando o retorno sobre o patrimônio líquido (*return on equity* ou "ROE") é superior ao retorno sobre os ativos (bens de capital). Diversamente, para atender às necessidades de capital de giro, a empresa pode optar por uma linha de crédito rotativo (*revolving facility*), por meio da qual um montante global máximo é disponibilizado durante um prazo específico<sup>15</sup>.

Outros exemplos de estratégias de negócios podem envolver: (i) obtenção de recursos para o financiamento da atividade econômica, evitando a liquidação forçada de ativos (ou seja, o refinanciamento pode ser necessário para permitir a continuidade do negócio e protegê-lo de uma liquidação forçada de seus ativos); (ii) minimizar a saída de caixa, retendo o máximo de capital possível dentro do grupo econômico, para atender às despesas operacionais projetadas; e (iii) reduzir o custo geral do financiamento, por meio de gestão estratégica de dívidas.

Para concluir este tópico, ressalte-se que a política de financiamento externo do grupo também deve ser considerada na análise das estratégias de negócios. Isso porque a compreensão de como o grupo multinacional se financia externamente, na obtenção de recursos financeiros no mercado, ou para projetos específicos, pode fornecer informações úteis para o delineamento da operação financeira intragrupo.

#### **4 A MAIOR AMPLITUDE DO ART. 27 DA LEI N. 14.596/2023 EM COMPARAÇÃO COM O RECONHECIMENTO CONTÁBIL DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS**

O art. 27 da Lei n. 14.596/2023 prevê que as operações de fornecimento de recursos financeiros poderão ser delineadas, total ou parcialmente, como operação de dívida ou de capital, consideradas as características economicamente relevantes da transação, as perspectivas das partes e as opções realisticamente disponíveis. Na sequência, o § 1º desse dispositivo estabelece que, se a transação for delineada como operação de capital, os juros e demais despesas financeiras não serão dedutíveis do lucro real e da base de cálculo da CSLL.

15. SILVA, Alexandre Couto. Opções de financiamento da companhia e sua estrutura. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 484-486.

Essa regra constante do texto legal, inspirada nas **Diretrizes de preços de transferência da OCDE**<sup>16</sup>, demonstra a visão enviesada da OCDE e das Administrações Tributárias em relação ao financiamento intragrupo. Isso porque, com o delineamento da operação, não se procura equacionar apenas estruturas de financiamento que extrapolam o intervalo de taxa de juros inerente ao padrão *arm's length*, ou que alocam despesas de juros em países de elevada tributação e receitas de juros em países de baixa tributação. Para além disso, buscou-se alcançar estruturas que estão desalinhadas com as características econômicas de um instrumento de dívida ou com as opções de financiamento que seriam escolhidas por partes independentes, o que pode levar à sua requalificação como instrumento de capital<sup>17</sup>.

O parágrafo único do art. 27 da Lei n. 14.596/2023 é criticável à luz da finalidade das regras de preços de transferência, que consiste em verificar o valor dos juros pactuado em operações financeiras realizadas entre partes relacionadas, para fins de avaliação da sua compatibilidade com a remuneração que seria estabelecida entre partes independentes. Não é objetivo das regras de preços de transferência simplesmente impor a indedutibilidade das despesas de juros incorridas pelas pessoas jurídicas, sem verificar seu vínculo de pertinência com as atividades empresariais e o emprego, ou não, dos recursos financeiros na atividade econômica da pessoa jurídica. As regras de preços de transferência podem impor limites à dedução de despesas de juros, a partir de estudos de mercado (*benchmarking studies*), mas não é a sua função prever a indedutibilidade completa dos encargos financeiros efetivamente suportados pelo contribuinte, como mera decorrência do delineamento da transação.

No caso do art. 27 da Lei n. 14.596/2023, indo além da fixação de uma remuneração (taxa de juros) compatível com os riscos assumidos, buscou-se avaliar as características econômicas de um instrumento de dívida, à luz do comportamento que seria adotado por partes independentes, considerando outras opções realisticamente disponíveis, o que pode levar à qualificação do instrumento de dívida como instrumento de capital, com a consequente indedutibilidade de despesas financeiras para fins de determinação do lucro real e da base de cálculo da CSLL.

16. A OCDE assume, tanto nos comentários ao art. 9º (1) da Convenção Modelo quanto no § 10.5 do Capítulo X das suas **Diretrizes de preços de transferência**, que o *arm's length* permite que uma operação qualificada, *prima facie*, como instrumento de dívida, seja qualificada como instrumento de capital.

17. TREIDLER, Oliver. **Transfer pricing in one lesson**: a practical guide to applying the arm's length principle in intercompany transactions. Berlin: Springer International Publishing, 2020. p. 115.

A respeito do tema, veja-se que a OCDE, no § 10.4. de suas **Diretrizes internacionais de preços de transferência**, esclarece que o delineamento da transação pode afetar o valor dos juros quando houver um desbalanceamento entre o capital próprio e o capital de terceiros, o que parece ser mais restrito do que a ampla abertura adotada pelo legislador no art. 27 da Lei n. 14.596/2023. Além disso, a OCDE não impõe, de forma mandatória, a glosa integral das despesas de juros incorridas, como fez o parágrafo único do art. 27 da Lei n. 14.596/2023<sup>18</sup>.

Diferentemente do reconhecimento contábil de instrumentos financeiros, o art. 27 da Lei n. 14.596/2023 pressupõe três níveis de investigação, a saber:

- analisar as características economicamente relevantes da transação e do instrumento financeiro (v.g., prazo, devolução do principal, remuneração, moeda, preferência ou subordinação, conversibilidade etc.);
- verificar se partes independentes utilizariam um instrumento de dívida em circunstâncias econômicas equivalentes (considerando, por exemplo, a capacidade de endividamento, a capacidade de pagamento, a natureza ou propósito do empréstimo, o grau de solvência, o risco de inadimplemento, as garantias, os ativos disponíveis, a possibilidade de obter aquele empréstimo com terceiros independentes no mercado etc.);
- comparar com outras opções realisticamente disponíveis (v.g., fontes internas, empréstimos com terceiros, empréstimos intragrupo, *vis-à-vis* às oportunidades de investimento do credor).

A análise das perspectivas das partes, em comparação com outras opções realisticamente disponíveis, pode ser problemática em casos concretos, pois esse exame depende da verificação de que aquela opção de financiamento é a mais adequada e atrativa para atender às necessidades financeiras do devedor e as oportunidades de investimento do credor, em comparação com alternativas disponíveis no mercado no momento da contratação da operação.

---

18. Veja-se: "10.4. It may be the case that the balance of debt and equity funding of a borrowing entity that is part of an MNE group differs from that which would exist if it were an independent entity operating under the same or similar circumstances. This situation may affect the amount of interest payable by the borrowing entity and so may affect the profits accruing in a given jurisdiction" (OECD. **Transfer pricing guidelines for multinational enterprises and tax administrations 2022**. Paris: OECD, 2022. p. 403-404 [§ 10.4]).

## 5 ESTUDO DE CASO

Para ilustrar as diferenças entre o reconhecimento contábil e o delineamento de operações financeiras para fins de controle dos preços de transferência, tomem-se como exemplo os títulos perpétuos com opção de diferimento de juros (*Senior Perpetual Notes with Interest Deferral Option Notes*) emitidos pela Energisa S/A, que foram examinados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no processo administrativo RJ2011-3316, relatado pela Diretora Luciana Dias.

As principais características do instrumento financeiro eram as seguintes:

- valor do principal denominado em moeda estrangeira;
- ausência de prazo de vencimento para o pagamento do principal;
- remuneração composta de valor fixo de 9,5% ao ano, cuja liquidação poderá ser diferida por opção da Energisa;
- se houvesse pagamento de remuneração (dividendos ou juros sobre o capital próprio) para os acionistas em montante superior aos dividendos mínimos obrigatórios, a remuneração diferida deveria ser paga pela Energisa;
- a Energisa, na condição de companhia emissora, não podia alienar ativos em valor superior a 15% de seu ativo total;
- resgate antecipado apenas a critério da Energisa;
- em caso de liquidação ou dissolução, os titulares das Notas Perpétuas estariam subordinados aos demais credores.

Para complementar o estudo de caso, assume-se, com base em exemplo constante do **Manual prático de preços de transferência da Organização das Nações Unidas (ONU)**, que a atividade atual da pessoa jurídica emissora dos instrumentos financeiros fracassou, de modo que os valores captados serão utilizados para desenvolver o seu novo modelo de negócio. Ocorre que a expectativa de sucesso da nova atividade econômica é incerta, por se tratar de um novo modelo de negócio, ainda pouco explorado no mercado. Conseqüentemente, os resultados projetados da nova atividade econômica são considerados insuficientes para pagar a dívida, havendo, portanto, elevado risco de inadimplemento por parte da pessoa jurídica emissora<sup>19</sup>.

Ao examinar o caso Energisa, a CVM concluiu que os títulos perpétuos com opção de diferimento de juros deveriam ser classificados no passivo da companhia emissora, com base em dois fundamentos principais.

---

19. UNITED NATIONS. **United Nations practical manual on transfer pricing for developing countries 2021**. New York: United Nations, 2021. p. 361 (§ 9.7.2.7).

Em primeiro lugar, a CVM enfrentou o argumento da Energisa no sentido de que a possibilidade de diferir o pagamento dos juros, por período indeterminado e que seria supostamente por ela controlado, impediria a classificação dos títulos perpétuos como passivo, em virtude da ausência de "obrigação contratual de entregar caixa". Refutando o entendimento da companhia, a decisão da CVM pontuou que a possibilidade de diferir o pagamento de uma obrigação contratual não significa que não exista uma obrigação. Para a autarquia, o diferimento dos juros representa mera alternativa entre pagar no presente ou pagar no futuro, sem alterar a existência e a natureza da obrigação, uma vez que os juros contratuais decorrentes do período de diferimento da remuneração continuariam sendo devidos pela Energisa.

Em segundo lugar, a CVM rechaçou o argumento da Energisa de que o diferimento dos juros estaria integralmente sob o seu controle, pois ela poderia evitar a alienação de ativos em valor superior a 15% de seu ativo total e o pagamento de remuneração aos acionistas em patamar superior aos dividendos obrigatórios. Segundo a CVM, essa alegação não seria integralmente verdadeira, pois a Lei n. 6.404/1976 limitaria a retenção de lucros para a formação de reservas, ao estabelecer a natureza das reservas e limites aos montantes destinados, de tal sorte que os lucros excedentes deveriam ser distribuídos como dividendos.

Em conclusão, tem-se que, para fins contábeis, os **títulos perpétuos com opção de diferimento** de juros deveriam ser tratados como um instrumento financeiro de dívida, a ser registrado no passivo da companhia emissora.

Não é necessário avaliar criticamente a decisão proferida pela CVM no caso Energisa para os fins deste estudo<sup>20</sup>. O que importa ressaltar é que o delineamento da transação, para fins de controle dos preços de transferência, não se encerra com a análise das características do instrumento financeiro, como ocorre no plano contábil. O art. 27 da Lei n. 14.596/2023 exige que, além das **características economicamente relevantes da transação**, também sejam consideradas as **perspectivas das partes** e as **opções realisticamente disponíveis**. É justamente nessa análise adicional exigida pela lei que assumem relevância

---

20. Alexandre Couto Silva aponta que "o Brasil encontra-se atualmente defasado no debate acerca da utilização dos chamados instrumentos financeiros híbridos, tendo em vista que não foram muito utilizados no país, em razão da interpretação formalista adotada pelo regulador, CVM, em instrumentos a ele submetidos" (SILVA, Alexandre Couto. Opções de financiamento da companhia e sua estrutura. In: BÔTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique [coord.]. **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 463). Embora não seja objeto deste estudo examinar criticamente o tema, não parece haver fundamento técnico relevante para refutar a decisão da CVM, ainda que a sua consequência seja realmente o desestímulo ao uso de instrumentos financeiros híbridos.

os dados adicionais extraídos do exemplo constante do **Manual prático da ONU**, segundo o qual (i) os valores captados serão utilizados para desenvolver o seu novo modelo de negócio, e (ii) os resultados projetados da nova atividade econômica são considerados insuficientes para pagar a dívida, em virtude das perspectivas incertas de resultado da nova atividade econômica a ser explorada pelo devedor<sup>21</sup>.

Ao tratar daquele caso, a ONU assentou que, mesmo que a operação financeira fosse delineada como um instrumento de dívida, a racionalidade comercial da transação poderia ser questionada e impedir a determinação de uma taxa de juros mutuamente aceitável. Em particular, a ONU considerou que a pessoa jurídica devedora e um terceiro independente no mercado dificilmente chegariam a um acordo sobre os termos de um contrato de mútuo no caso em tela, em virtude do elevado nível de risco de crédito para o credor<sup>22</sup>.

Disso decorre que uma operação financeira com características típicas de um instrumento de dívida pode vir a ser delineada como um instrumento de capital, por conta das **perspectivas das partes** e das **opções realisticamente disponíveis**.

## 6 O DESAFIO TRAZIDO PELA ANÁLISE DA PERSPECTIVA DAS PARTES, À LUZ DAS OPÇÕES REALISTICAMENTE DISPONÍVEIS

Com base nas considerações precedentes, percebe-se que a principal diferença entre o reconhecimento contábil e o delineamento de operações financeiras para fins de controle dos preços de transferência reside na análise da **perspectiva das partes**, à luz das **opções realisticamente disponíveis**.

A análise das **perspectivas das partes**, à luz das **opções realisticamente disponíveis**, implica uma análise holística, que considera tanto o devedor, quanto o credor da operação financeira. Impõe-se verificar se aquela opção de financiamento é a mais adequada e atrativa para atender às necessidades financeiras do devedor e às oportunidades de investimento do credor, em comparação com outras opções disponíveis no mercado no momento da contratação da operação.

21. UNITED NATIONS. **United Nations practical manual on transfer pricing for developing countries 2021**. New York: United Nations, 2021, p. 361 (§ 9.7.2.7)

22. Na dicção da ONU: “[...] even if the arrangement is delineated on the evidence as a loan, the commercial rationality of the transaction might be questioned and may prevent determination of a mutually acceptable price. In particular, it is doubtful that BCo and a third-party lender would have been able to agree terms for a loan given the very high level of risk to the lender. This evidence may lead to the determination under the guidance of sections 3.3.2.1 to 3.3.2.6 that the loan arrangement might not be recognized as an interest-bearing loan for transfer pricing purposes” (UNITED NATIONS. **United Nations practical manual on transfer pricing for developing countries 2021**. New York: United Nations, 2021. p. 361 [§ 9.7.2.7]).

A exigência de investigação das **opções realisticamente disponíveis** está baseada no pressuposto de que os agentes econômicos se comportam da forma mais eficiente, rentável e produtiva, com foco na minimização dos custos e na maximização dos lucros, em linha com as Escolas Clássicas e Neoclássicas da economia<sup>23</sup>. Como agentes econômicos supostamente tomam decisões empresariais baseados no objetivo de maximizar os lucros, assume-se que partes independentes comparam todas as alternativas disponíveis e escolhem aquela mais favorável<sup>24</sup>.

O grau de subjetividade trazido pela análise das **opções realisticamente disponíveis** é inegável, tendo em vista que essa investigação parte do pressuposto de que partes independentes agem de forma economicamente racional, ignorando-se que há diversos vieses comportamentais e diferenças significativas nos graus de tolerância de riscos dos agentes econômicos que podem afetar as suas decisões empresariais. Além disso, a análise das **opções realisticamente disponíveis** substitui o julgamento comercial do empresário pela visão da Administração Tributária, sem que haja qualquer vício de existência ou de validade no ato ou negócio jurídico praticado pelo contribuinte. Essa ingerência do Fisco nas atividades empresariais foi fartamente rechaçada pela jurisprudência na análise do conceito de despesa necessária, para fins de determinação do lucro real e da base de cálculo da CSLL<sup>25</sup>.

É verdade que os administradores de uma pessoa jurídica, em atendimento ao interesse social, envidarão esforços para financiar o desenvolvimento dos negócios da forma menos custosa e mais eficiente do ponto de vista econômico<sup>26</sup>. Porém, é forçoso reconhecer que há inúmeras variáveis relacionadas tanto à pessoa jurídica, quanto ao mercado no qual ela está inserida, que podem afetar as decisões de financiamento. Nesse contexto, deixando-se de lado as inúmeras críticas que podem ser feitas à análise das **opções realisticamente disponíveis**, do ponto de vista teórico, pretende-se abordar, neste estudo, apenas o viés específico das operações financeiras.

Como visto, a análise das **opções realisticamente disponíveis** deve ser holística, considerando as oportunidades de investimento do credor e as

23. PINHO, Diva Benevides. A racionalidade econômica – abordagem histórica. *Revista de História – USP*. São Paulo, v. 54, n. 107, p. 173-174, 1976.

24. PAREKH, Siddharth. The concept of "options realistically available" under the OECD transfer pricing guidelines. *International Transfer Pricing Journal*, Amsterdam, p. 298, 2015.

25. Acórdão n. 9101-001394, de 17.02.2012, da 1ª Turma da Câmara Superior de Recursos Fiscais.

26. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. Financiamento da companhia e estrutura de capital. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). *Finanças corporativas*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 236.



necessidades financeiras do devedor, em comparação com outras opções disponíveis no mercado.

Muitos estudos já foram elaborados ao longo da história com o objetivo de analisar a estrutura de capital das pessoas jurídicas e a sua relevância na redução do custo de capital e no aumento do valor de mercado da companhia<sup>27</sup>.

Em 1958, os economistas Franco Modigliani e Merton Miller apontaram que em um mercado perfeito, livre de atrito e eficiente, a estrutura de financiamento do capital (*debt* ou *equity*) seria irrelevante para a determinação do valor da pessoa jurídica. As imperfeições seriam causadas, basicamente, pelo efeito da dedução tributária dos juros, pelos custos de falência, pelos custos de agência e pelas assimetrias informacionais, entre outros componentes do mercado<sup>28</sup>. Assim, para esses autores, a estrutura de capital de uma sociedade é fruto de uma série de ponderações (*trade-off*) entre a eficiência fiscal decorrente do financiamento via instrumento de dívida (*i.e.*, dedução das despesas de juros do lucro tributável) e os custos de falência e de agência que decorrem do atingimento de níveis críticos de endividamento<sup>29</sup>.

Outra teoria econômica relevante, difundida por Stewart C. Myers e conhecida como *pecking order*<sup>30</sup>, apregoa que a primeira alternativa para a obtenção de recursos seria o financiamento interno, por meio de resultados positivos obtidos no próprio empreendimento econômico (reinvestimento de lucros). A segunda alternativa seria a captação de recursos por meio de operações de crédito (dívida), ao passo que o financiamento mediante o aumento de capital social seria considerado o último recurso. Essa ordem de prioridade leva em consideração os custos de cada modalidade de financiamento, a facilidade de acesso aos valores e a mensagem que essas diferentes formas de captação de recursos enviam ao mercado, partindo-se do pressuposto de que os sócios conhecem de forma mais precisa e acurada a situação patrimonial da empresa, os riscos envolvidos na sua atividade e o seu valor de mercado (assimetria de informações entre a companhia e o mercado).

27. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. Financiamento da companhia e estrutura de capital. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 237.

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

29. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. Financiamento da companhia e estrutura de capital. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 237-238.

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

Mais recentemente, o economista francês Jean Tirole, que recebeu o Prêmio Nobel em Ciências Econômicas, ao analisar a estrutura de capital das companhias dos principais países-membros da OCDE, confirmou que o financiamento interno, via lucros acumulados, constitui a fonte predominante de financiamento<sup>31</sup>.

Como se pode notar, a teoria econômica sugere que o financiamento via recursos próprios tem preferência em relação à contratação de instrumentos de dívida. Não obstante, na ordem prática das coisas, é preciso considerar que (i) não há uma estrutura de capital ótima ou ideal, aplicável a toda e qualquer sociedade; (ii) há vantagens e desvantagens pontuais que podem influenciar a pessoa jurídica no momento de optar por uma modalidade de financiamento, independentemente das variáveis econômicas; e (iii) a análise da estrutura de capital das pessoas jurídicas no Brasil deve levar em consideração as particularidades do sistema financeiro nacional, como as limitações do mercado de capitais (altos custos de emissão de ações e baixa liquidez para sociedades de pequeno e médio porte) e as elevadas taxas de juros<sup>32</sup>.

Em primeiro lugar, não há uma estrutura de capital ótima ou ideal. Há empresas que possuem maior necessidade de capital de terceiros, em virtude de particularidades do segmento econômico ou da política de gestão financeira adotada por sua administração. Como exemplo, empresas intensas em capital fixo costumam ser mais dependentes de recursos de terceiros, pois o seu capital circulante líquido é estruturalmente pequeno em razão do alto índice de imobilização<sup>33</sup>. O regime de tributação (v.g., lucro real ou presumido), a capacidade de geração de caixa e a rentabilidade futura esperada dos seus projetos são alguns dos fatores adicionais, além daqueles já citados, que podem influenciar nessa decisão<sup>34</sup>. É por isso que, na prática empresarial, companhias não seguem uma ordem de captação estrita<sup>35</sup>.

Em segundo lugar, a escolha de uma modalidade de financiamento não leva em consideração apenas aspectos econômicos e financeiros, podendo ser influenciada

---

31. TIROLE, Jean. **The theory of corporate finance**. New Jersey: Princeton University Press, 2006. p. 67-96.

32. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. Financiamento da companhia e estrutura de capital. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 242.

33. BOTREL, Sérgio. *Leveraged Buyouts* (LBOs) sob a ótica do direito brasileiro. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 359-360.

34. GONZALES, Gustavo Machado. Operações com debêntures de própria emissão: apontamentos sobre o art. 55 da LSA. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 242.

35. SILVA, Alexandre Couto. Opções de financiamento da companhia e sua estrutura. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 463.

por fatores estratégicos da gestão dos negócios e da preservação dos interesses dos sócios. No quadro a seguir, as principais vantagens e desvantagens de cada um dos tipos de financiamento são apresentadas de forma resumida:

	Vantagens	Desvantagens
Capital próprio	<ul style="list-style-type: none"> <li>• maior estabilidade financeira</li> <li>• preservação da capacidade futura de endividamento</li> <li>• maior eficiência administrativa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• diluição dos sócios</li> <li>• limitação da taxa de rentabilidade do capital próprio ao capital aplicado</li> <li>• instabilidade do controle da sociedade</li> </ul>
Capital de terceiros	<ul style="list-style-type: none"> <li>• preservação dos direitos dos sócios</li> <li>• dedução das despesas de juros</li> <li>• não interferência na gestão</li> <li>• maior disponibilidade de recursos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• diminuição da capacidade financeira</li> <li>• diminuição dos lucros ou aumento dos prejuízos</li> <li>• redução da capacidade futura de endividamento</li> <li>• risco de falência e perda de controle.</li> </ul>

Apenas para ilustrar a importância de tais fatores, suponha-se que, em determinado caso, o financiamento via instrumento de capital seria a opção mais eficiente. Porém, como se pretende evitar a diluição dos sócios, resta a essa sociedade a opção de utilizar instrumentos de dívida, ou, a depender do caso, ações preferenciais sem direito a voto, que podem, inclusive, combinar características de capital próprio e de terceiro. Nesse cenário, a análise das **opções realisticamente disponíveis** deveria levar em consideração fatores alheios à mera eficiência econômica, como o objetivo específico de evitar a diluição do direito de participação dos sócios.

Em terceiro lugar, mesmo no âmbito das análises econômico-financeiras, as particularidades do sistema financeiro nacional, como as limitações do mercado de capitais (altos custos de emissão de ações e baixa liquidez para sociedades de pequeno e médio porte) e as elevadas taxas de juros, devem ser levadas em consideração, pois podem influenciar nas decisões a respeito do financiamento corporativo.

Seguindo adiante na análise do tema, é preciso pontuar que os agentes econômicos avaliam as opções de investimento e de captação de recursos com base em três fatores principais: remuneração, prazo e risco<sup>36</sup>.

Sob o enfoque do credor, quando uma opção de investimento é escolhida, os benefícios proporcionados pelas demais alternativas são perdidos, o que representa o seu **custo de oportunidade**, isto é, quanto ele deixou de ganhar por ter escolhido aquela opção. O **custo de oportunidade** é inerente às decisões tomadas por agentes econômicos, empresariais ou não. É por isso que, na literatura econômica, o **custo de oportunidade** integra a própria **teoria da escolha**. A título de exemplo, o próprio leitor deste artigo, ao decidir por sua leitura, tem como **custo de oportunidade** o que ele deixou de fazer ou produzir no tempo dedicado a essa atividade<sup>37</sup>.

Considerando-se apenas os três fatores principais citados (*i.e.*, remuneração, prazo e risco), caberia investigar, no delineamento da operação financeira, se o credor teria alguma alternativa com maior remuneração e menor risco, no mesmo intervalo temporal. Note-se que o prazo é relevante, pois, caso uma opção de investimento tenha, por exemplo, um prazo menor, será preciso avaliar se o credor teria opções vantajosas de reinvestimento após o vencimento da operação.

Sob o enfoque do devedor, as **opções realisticamente disponíveis** para operações financeiras podem envolver as seguintes alternativas (sob uma perspectiva ampla): (i) fontes internas de financiamento (*v.g.*, caixa e lucros retidos); (ii) empréstimos diretos de terceiros no mercado; e (iii) empréstimos intragrupo<sup>38</sup>.

É justamente nesse ponto que a análise das **opções realisticamente disponíveis** se torna excessivamente complexa, controversa e questionável, não apenas por se tratar de uma decisão relacionada à **estrutura de capital** e de **financiamento do devedor**, mas também em virtude das inúmeras limitações dos métodos de cálculo do custo de capital, no âmbito da teoria das finanças.

O **custo de capital de terceiros** pode ser calculado com base no retorno esperado dos títulos em sua maturidade, líquido dos efeitos tributários, com base na premissa de que as despesas de juros são dedutíveis para fins fiscais. Já o cálculo do **custo do capital próprio** é mais complexo, podendo ser feito a partir de

36. MARTINS, Eliseu; FLORES, Eduardo. **Avaliação patrimonial de empresas: da visão contábil à econômica**. 2. ed. Barueri: Atlas, 2023. p. 163.

37. MARTINS, Eliseu; FLORES, Eduardo. **Avaliação patrimonial de empresas: da visão contábil à econômica**. 2. ed. Barueri: Atlas, 2023. p. 163-165.

38. MOERER, Omar; MANIVANNAN, Shyam Sundar; YUAN, Rui. Accurate delineation of financial transactions. *In*: LANG, Michael; PETRUZZI, Raffaele (coord.). **Transfer pricing and financial transactions: current developments, relevant issues and possible solutions**. Vienna: Linde, 2022. p. 39.

diferentes métodos, tais como: (i) a **abordagem dos dividendos**, desenvolvida por Myron J. Gordon e Eli Shapiro, em que o custo do capital é calculado por meio do fluxo de dividendos que seus titulares esperam receber; (ii) o **modelo de precificação de ativos financeiros** (*capital asset pricing model*), desenvolvido por William Sharpe, no qual o custo de capital representa a taxa de retorno dos investimentos sem risco, acrescido de um prêmio pelo risco; e (iii) o **modelo de precificação de arbitragem** (*arbitrage pricing model*), desenvolvido por Stephen Ross, que também considera a taxa de retorno dos investimentos livre de risco, acrescido de um prêmio pelo risco, mas adiciona a essa variável a influência dos fatores macroeconômicos sobre os preços dos ativos<sup>39</sup>.

Além da diversidade de modelos econômicos, é relevante pontuar que a escolha de uma fonte específica de financiamento, por parte de uma pessoa jurídica, geralmente leva em consideração não apenas o custo de cada fonte de financiamento específica, mas também o seu impacto no **custo médio ponderado do capital** (WACC). Nesse caso, os custos das fontes específicas de financiamento são ponderados em face de sua participação no valor total de sua estrutura de financiamento corporativo<sup>40</sup>.

Esse cenário de incerteza e insegurança jurídica no delineamento de operações financeiras para fins de controle dos preços de transferência agrava-se ainda mais no caso de instrumentos financeiros com características híbridas ou compostas, o que inclusive justificou a utilização como exemplo, neste estudo, dos títulos perpétuos com opção de diferimento de juros emitidos pela Energisa S/A, que foram examinados pela CVM. Segundo Eliseu Martins e Eduardo Flores, "o dimensionamento do custo das fontes de recursos vinculadas aos títulos híbridos ou exóticos, por tudo o que foi ressalvado sobre o contexto brasileiro, deve ser objeto de análise específica", tendo em vista que "as possibilidades de cláusulas de remuneração são muito variadas e dinâmicas, fato que dificulta a elaboração de modelos adequados"<sup>41</sup>.

Ora, se não há modelos econômicos adequados, como efetuar a comparação entre as **opções realisticamente disponíveis** para o financiamento corporativo, considerando que o uso de instrumentos financeiros híbridos é uma alternativa?

A indagação precedente, ainda que de caráter retórico, indica que, apesar da inegável importância da análise do **custo de capital** para a gestão empresarial,

39. MARTINS, Eliseu; FLORES, Eduardo. **Avaliação patrimonial de empresas**: da visão contábil à econômica. 2. ed. Barueri: Atlas, 2023. p. 179-185.

40. MARTINS, Eliseu; FLORES, Eduardo. **Avaliação patrimonial de empresas**: da visão contábil à econômica. 2. ed. Barueri: Atlas, 2023. p. 186-195.

41. MARTINS, Eliseu; FLORES, Eduardo. **Avaliação patrimonial de empresas**: da visão contábil à econômica. 2. ed. Barueri: Atlas, 2023. p. 186-187.

há limitações relevantes, restrições técnicas e complexidades que podem afetar a sua utilização para a avaliação das **opções realisticamente disponíveis** no âmbito do controle de preços de transferência. Nesse caso, sendo do Fisco o ônus de comprovar que existe uma opção de financiamento **claramente** mais viável do que aquela escolhida pelas partes<sup>42</sup>, é evidente que, na ausência de elementos de prova, a opção de financiamento escolhida pelo contribuinte deve ser preservada no delineamento da transação.

De resto, no que tange ao objeto central deste artigo, conclui-se que, embora a contabilidade tenha angariado uma experiência estratificada no reconhecimento de instrumentos de capital e de dívida nas demonstrações financeiras, a Lei n. 14.596/2023 foi além do reconhecimento contábil, exigindo que se avalie se partes independentes utilizariam um instrumento de dívida em circunstâncias econômicas equivalentes, em comparação com outras opções realisticamente disponíveis.

## 7 CONCLUSÕES

Com base no exposto, é possível concluir que:

- o art. 27 da Lei n. 14.596/2023, ao tratar do delineamento de operações financeiras, previu que as operações de fornecimento de recursos financeiros poderão ser delineadas, total ou parcialmente, como operação de dívida ou de capital, consideradas as características economicamente relevantes da transação, as perspectivas das partes e as opções realisticamente disponíveis;
- a contabilidade possui experiência estratificada no reconhecimento de instrumentos de capital e de dívida nas demonstrações financeiras, mas a Lei n. 14.596/2023 foi além do reconhecimento contábil, exigindo que se verifique se partes independentes utilizariam um instrumento de dívida em circunstâncias comparáveis, em cotejo com outras opções realisticamente disponíveis;
- essa amplitude da Lei n. 14.596/2023 faz com que uma operação financeira com características típicas de um instrumento de dívida possa vir a ser delineada como um instrumento de capital, por conta das **perspectivas**

---

42. OECD. **Transfer pricing guidelines for multinational enterprises and tax administrations 2022**. Paris: OECD, 2022, p. 41 (§ 1.38).

**das partes e das opções realisticamente disponíveis**, o que pode ocorrer, por exemplo, quando há um elevado nível de risco de crédito para o credor;

- a análise das **opções realisticamente disponíveis** deve ser holística, confrontando as oportunidades de investimento do credor e as necessidades financeiras do devedor, em comparação com as demais alternativas disponíveis no mercado;
- em geral, os agentes econômicos avaliam as opções de investimento e de captação de recursos com base em três fatores principais: remuneração, prazo e risco;
- ocorre que, no caso de operações financeiras, a análise das **opções realisticamente disponíveis** torna-se excessivamente complexa, controvertida e questionável, não apenas por se tratar de uma decisão relacionada à **estrutura de capital** e de **financiamento corporativo**, mas também em virtude das inúmeras limitações dos métodos de cálculo do custo de capital na teoria das finanças;
- esse cenário de incerteza e insegurança jurídica no delineamento de operações financeiras para fins de controle dos preços de transferência se agrava ainda mais no caso de instrumentos financeiros com características híbridas ou compostas, pois as possibilidades de cláusulas de remuneração são muito variadas e dinâmicas, o que dificulta a comparação com outras opções;
- sendo do Fisco o ônus de comprovar que existe uma opção de financiamento **claramente** mais viável do que aquela escolhida pelas partes, é certo que, na ausência de elementos de prova, a opção de financiamento escolhida pelo contribuinte deve ser preservada no delineamento da transação.

## 8 REFERÊNCIAS

- BOTREL, Sérgio. *Leveraged Buyouts (LBOs) sob a ótica do direito brasileiro*. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2016.
- CARVALHO, Nelson; FLORES, Eduardo. Instrumentos financeiros híbridos: possível conflito entre essência x forma. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga; LOPES, Alexsandro Broedel (coord.). **Controvérsias jurídico-contábeis** (aproximações e distanciamentos). São Paulo: Dialética, 2014. v. 5.
- FLORES, Eduardo; BRAUNBECK, Guillermo; CARVALHO, Nelson. **Teoria da contabilidade financeira: fundamentos e aplicações**. São Paulo: Atlas, 2018.
- GONZALES, Gustavo Machado. Operações com debêntures de própria emissão: apontamentos sobre o art. 55 da LSA. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2016.

HAMMER, Viva; CHEN, Sam; CARMAN, Paul. Tax treatment of contingent convertible bonds. **Derivatives & Financial Instruments**, Amsterdam, v. 13, n. 3, 2011.

HASLEHNER, Werner. Article 10 – Dividends. *In*: REIMER, Ekkehart; RUST, Alexander (coord.). **Klaus Vogel on double taxation conventions**. 4. ed. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2015.

LOPES, Tatiana. Instrumentos financeiros híbridos, compostos e derivativos embutidos: impactos fiscais da não regulamentação do tema pela MP 627/2013. *In*: MOSQUERA, Roberto Quiroga; LOPES, Alexandro Broedel (coord.). **Controvérsias jurídico-contábeis (aproximações e distanciamentos)**. São Paulo: Dialética, 2014. v. 6.

MARTINS, Eliseu; FLORES, Eduardo. **Avaliação patrimonial de empresas: da visão contábil à econômica**. 2. ed. Barueri: Atlas, 2023.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, Nashville, v. 48, n. 3, 1958.

MOERER, Omar; MANIVANNAN, Shyam Sundar; YUAN, Rui. Accurate delineation of financial transactions. *In*: LANG, Michael; PETRUZZI, Raffaele (coord.). **Transfer pricing and financial transactions: current developments, relevant issues and possible solutions**. Vienna: Linde, 2022.

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

OECD. **Transfer pricing guidelines for multinational enterprises and tax administrations 2022**. Paris: OECD, 2022.

PAREKH, Siddharth. The concept of "options realistically available" under the OECD transfer pricing guidelines. **International Transfer Pricing Journal**, Amsterdam, 2015.

PINHO, Diva Benevides. A racionalidade econômica – abordagem histórica. **Revista de História – USP**. São Paulo, v. 54, n. 107, 1976.

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. Financiamento da companhia e estrutura de capital. *In*: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2016.

SILVA, Alexandre Couto. Opções de financiamento da companhia e sua estrutura. *In*: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (coord.). **Finanças corporativas**. São Paulo: Atlas, 2016.

TIROLE, Jean. **The theory of corporate finance**. New Jersey: Princeton University Press, 2006.

TREIDLER, Oliver. **Transfer pricing in one lesson: a practical guide to applying the arm's length principle in intercompany transactions**. Berlin: Springer International Publishing, 2020.

UNITED NATIONS. **United Nations practical manual on transfer pricing for developing countries 2021**. New York: United Nations, 2021.