

# temas de economia aplicada



## Tributação de Fundos Exclusivos

RODRIGO DE-LOSSO (\*)  
JOSÉ CARLOS DE SOUZA SANTOS (\*\*)

### 1 Introdução

O Governo Federal editou a Medida Provisória 1184/23 – MP, passando a tributar os fundos exclusivos da mesma forma que são tributados os fundos de investimentos comuns. O propósito deste artigo é entender os efeitos dessa medida.

Antes de mais nada, convém entender como os fundos cambiais, de renda fixa e multimercados são tributados, aqui chamados de fundos comuns. A renda desses é tributada quando do resgate dos recursos, ou a cada seis meses, no último dia útil de maio e de novembro. Os fundos exclusivos da mesma classe, por sua vez, só eram tributados no resgate dos recursos, uma evidente

vantagem tributária em relação aos fundos comuns.

A MP, portanto, uniformiza o tratamento tributário dado aos fundos. Antes, aparentava haver um privilégio reservado aos mais ricos, uma vez que os fundos exclusivos, que normalmente pertencem a um investidor ou a uma única família, requerem um valor elevado para serem viabilizados.

As próximas seções discutem os efeitos dessas medidas.

### 2 O Que São Fundos Exclusivos?

Os fundos exclusivos são um produto destinado a investidores com alto estoque de capital líquido. Isso

pode acontecer na pessoa de um único investidor ou de uma família. O custo de operação de um fundo normalmente é alto, por isso o fundo exclusivo é bastante seletivo. No Brasil, existem hoje cerca de 1.650 fundos exclusivos com um capital investido de aproximadamente R\$ 250 bilhões.

Uma das razões da existência dos fundos exclusivos é a vantagem tributária já mencionada. Porém, não é a única razão, por isso a mudança da regra tributária não deve, em princípio, inviabilizar esse mercado. Outra vantagem do fundo exclusivo é o investidor poder determinar a política de investimentos a ser adotada. As alterações das regras de um fundo devem ser aprovadas nas assembleias de co-

tistas. No caso dos fundos comuns, os cotistas são representados por dezenas ou centenas de milhares, algumas vezes de milhões de cotistas diferentes. Já os fundos exclusivos são por vezes formados por apenas um cotista ou, ainda, uma família. Isso, por certo, permite a individualização da política de investimento.

É importante determinar a política de investimentos, direcionando os recursos aos ativos preferenciais do investidor. Imagine um investidor que determine ao gestor do fundo que sua carteira deva ter ativos que sigam parâmetros ESG – meio ambiente, social e governança – de sustentabilidade, isso pode ser viabilizado num fundo exclusivo, pois dificilmente uma assembleia de cotistas aprovaria 100% dos recursos em ativos com essa característica.

Com relação à tributação, os fundos exclusivos eram tributados apenas no resgate, com alíquotas variando de 22,5% a 15% em razão inversa do prazo de investimento. O propósito da taxação progressiva é estimular o investidor a manter seus recursos aplicados por mais tempo.

Quanto aos fundos comuns, as alíquotas são as mesmas, porém, aplicadas sobre os rendimentos a cada seis meses ou no resgate dos recursos, o que acontecer primeiro.

### 3 Por Que Mudar o Padrão de Tributação dos Fundos Exclusivos?

Um bom motivo é padronizar a forma de tributação dos fundos, evitando o privilégio desfrutado pelos investidores mais ricos, afinal a tributação semestral come as cotas do investidor que, de outra forma, poderiam gerar mais renda se tributadas no seu resgate.

A segunda razão é a necessidade de o governo federal aumentar suas receitas tributárias. Com a medida, poderá antecipar uma parte delas, o que vai ajudar a cobrir seu déficit primário projetado para os próximos anos.

Mas qual o sentido econômico de antecipar a tributação da renda desses fundos em vez de ser no resgate dos recursos? Para entender isso, imagine o que um investidor faria se pudesse manter investida aquela parte do seu rendimento que é cobrada como uma antecipação do seu tributo. Ora, ele teria estímulos para consumir mais ou poupar e receber mais renda no futuro. Ao poupar, poderia estimular mais investimentos, pois uma maior oferta de recursos para investir tende a reduzir a taxa de retorno requerida para esse capital. Por outro lado, os recursos tributados serão agora direcionados para o governo gastar de acordo com as regras orçamentárias. Desse modo, a pergunta resultante é se

a administração desses recursos pelo governo gera mais bem-estar que sua manutenção em fundos de investimento.

Essa pergunta requer uma análise empírica, mas a observação do que acontece em países mais desenvolvidos sugere que é melhor manter os recursos investidos e tributá-los somente no seu resgate.

### 4 Antecipação de Tributos: Uma Distorção

Os investimentos dos países com mercado financeiro mais desenvolvido são tributados apenas no resgate dos recursos e há uma razão boa para isso: imagine que houve um rendimento expressivo até a data da tributação do semestre. Imagine que, após a tributação, haja uma queda expressiva do valor dos ativos constituintes do fundo. Pois bem, o retorno ao patamar anterior será mais penoso, haja vista que parte dos recursos já foram depletados pelos tributos, e o que sobrou, por ser menor do que sem tributação, demorará mais para atingir o patamar anterior da queda. E por que isso acontece? A base menor de recursos requererá retornos maiores para voltar ao nível anterior à queda.

**Por conseguinte, a medida economicamente mais defensável a ser tomada é a uniformização da**

**tributação às práticas dos fundos exclusivos, isto é, os fundos comuns é que deveriam passar a ser tributados apenas no resgate dos recursos.**

## **5 A Taxa de Retorno Requerida é Maior**

Podemos imaginar que o investidor de fundos exclusivos reagirá à antecipação dos tributos de algumas formas. Em primeiro lugar, o investidor de fundos exclusivos deve buscar alternativas para fugir da antecipação da tributação. Uma delas seria levar suas aplicações para fora do país. Outra forma seria exigir uma taxa de retorno maior para compensar suas perdas. Portanto, se o investimento for em títulos públicos, haverá um aumento da taxa de juros requerida pelo investidor para manter aquele título. Assim, a tributação antecipada vai ser parcialmente revertida em maiores retornos requeridos.

Por outro lado, a prática de antecipar tributos sobre rendimentos a serem auferidos não é nova. Basta pensar no que ocorre num sistema de amortização, pelo qual os juros calculados são oferecidos ao fisco a cada período. Esses juros de cada período são registrados em regime de competência, por isso o credor já paga imposto de renda da última parcela desde a primeira prestação. O mesmo acontece com a penúltima parcela e assim por diante.

De-Losso, Giovannetti e Rangel (2013) simulam cenários mostrando quanto a taxa de juros poderia cair se o tributo sobre esses juros fosse cobrado em regime de caixa. As simulações sugerem que é um efeito importante quanto maior o prazo de amortização.

Talvez a antecipação de tributos sobre rendimentos explique uma parte do nível elevado da taxa de juros que o país experimenta.

## **Referência**

DE-LOSSO, Rodrigo; GIOVANNETTI, Bruno C.; RANGEL, Armênio S. Sistema de amortização por múltiplos contratos. **Economic Analysis of Law Review**, v. 4, n. 1, p. 160-180, 2013.

*(\*) Professor Titular do Departamento de Economia da FEA-USP.  
(E-mail: delosso@usp.br).*

*(\*\*) Professor Associado do Departamento de Economia da FEA-USP.  
(E-mail: jcdssan@usp.br).*