



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA

Victor de Almeida Pinheiro

O MERCADO BRASILEIRO DE DEBÊNTURES: UMA ANÁLISE DO
SEU DESENVOLVIMENTO NO PERÍODO 2010 – 2021

Rio de Janeiro

2022

Victor de Almeida Pinheiro

O MERCADO BRASILEIRO DE DEBÊNTURES: UMA ANÁLISE DO
SEU DESENVOLVIMENTO NO PERÍODO 2010 – 2021

Monografia apresentada ao Instituto de Economia, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Norberto Montani Martins

Rio de Janeiro

2022

Ficha catalográfica

A ficha precisa ser assinada e elaborada por um bibliotecário por lei. Na UFRJ temos duas formas de gerar a ficha:

- Geração automática através de uma sistema (<http://fichacatalografica.sibi.ufrj.br/>)
- Geração manual. Neste caso acesse nosso [site](#) e veja o procedimento na aba “serviços” ◊ “solicitação de ficha catalográfica”

Atenção: se o seu trabalho for impresso, a ficha catalográfica vai no VERSO da folha de rosto.

VICTOR DE ALMEIDA PINHEIRO

O MERCADO BRASILEIRO DE DEBÊNTURES: UMA ANÁLISE DO SEU DESENVOLVIMENTO
NO PERÍODO 2010 – 2021

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao
Instituto de Economia da Universidade Federal
do Rio de Janeiro, como requisito para a
obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas.

Rio de Janeiro, 5/10/2022.

NORBERTO MONTANI MARTINS - Presidente
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

LUIZ FERNANDO RODRIGUES DE PAULA
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

ERNANI TEIXEIRA TORRES FILHO
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, à minha família. Não só aos familiares de sangue, mas também aos que a vida me deu.

Aos meus pais, José Ricardo e Márcia, que foram minha primeira fonte de educação e inspiração. Aos meus familiares que sempre me apoiaram em todas minhas decisões e cada um, a sua maneira, contribuiu para que hoje isto se tornasse possível.

RESUMO

Esta monografia tem como objetivo principal traçar um panorama da evolução do mercado de debêntures no Brasil no período de 2010 a 2021. Em especial, busca analisar as principais características desse segmento de modo a avaliar seu amadurecimento e seu papel no financiamento das empresas nacionais. A hipótese central que orienta a pesquisa é a de que as mudanças regulatórias e a redução da taxa básica de juros possibilitaram um efetivo amadurecimento do mercado de debêntures brasileiro. Metodologicamente, o trabalho abarca uma breve revisão da literatura sobre estrutura de capital e emissão de dívida, a análise e sistematização da regulação brasileira com base em fontes primárias, em particular, do conjunto de normas da Comissão de Valores Mobiliários, e uma análise de estatísticas descritivas do mercado de debêntures com base nos dados publicados no Boletim de Mercado de Capitais da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e do Ministério da Economia. A partir da análise e avaliação dos dados apresentados, a pesquisa constatou que há parcial comprovação das suposições iniciais, uma vez que, apesar da forte influência das variáveis ICVM nº 476, Lei 12.431 e redução da presença e papel do BNDES, de forma não exaustiva, a evolução do mercado de debêntures também foi impulsionada pela conjuntura macroeconômica à época.

Palavras-chave: mercado de capitais; debêntures; crédito.

ABSTRACT

The main objective of this work is to provide an overview of the evolution of the debenture market in Brazil from 2010 to 2021. In particular, it seeks to analyze the main characteristics of this segment in order to assess its maturity and its role in the financing of national companies. The central hypothesis that guides the research is that the regulatory changes and the reduction of the basic interest rate allowed an effective maturing of the Brazilian debenture market. Methodologically, the work includes a brief review of the literature on capital structure and debt issuance, the analysis and systematization of Brazilian regulation based on primary sources, in particular, the set of rules of the Securities and Exchange Commission, and an analysis of statistics descriptions of the debenture market based on data published in the Capital Market Bulletin of the Brazilian Association of Financial and Capital Market Entities (Anbima) and the Ministry of Economy. From the analysis and evaluation of the data presented, the research found that there is a partial confirmation of the initial assumptions, since, despite the strong influence of the variables ICVM n° 476, Law 12,431, and the reduction of the presence and role of BNDES, in a non-exhaustive way, the evolution of the debenture market was also driven by the macroeconomic situation at the time.

Keywords: capital markets; debentures; credit.

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Evolução do mercado primário de ações, debêntures e notas promissórias, no período de 1997 a 2005 (R\$ milhões).....	27
Gráfico 2: Volume de Emissões de Debêntures corporativas (apenas ICVM 400 e ICVM 400 + 476) – R\$ bilhões.....	34
Gráfico 3: Participação no Volume de Emissões de Debêntures corporativas (ICVM 400 e ICVM 476) – em % do Total.....	35
Gráfico 4: Volume médio por Emissões de Debêntures corporativas (ICVM 400 e ICVM 476) – R\$ milhões.....	36
Gráfico 5: Volume de debêntures incentivadas emitidas anualmente no mercado brasileiro (em R\$ bilhões).....	43
Gráfico 6: Saldo das Operações de Crédito do BNDES (Crédito do BNDES frente ao PIB (%)).....	47
Gráfico 7: Composição das Fontes de Recursos do BNDES (%).....	48
Gráfico 8: Volume de desembolsos do BNDES por porte das empresas (R\$ bilhões)...	51
Gráfico 9: Distribuição de desembolsos do BNDES por porte das empresas (%).....	52
Gráfico 10: Razão das debêntures sobre o somatório com os desembolsos do BNDES (emissões e desembolsos em R\$ bilhões, razão em %).....	53
Gráfico 11: Razão das debêntures de infraestrutura (Art. 2º) sobre o somatório com os desembolsos do BNDES em infraestrutura (emissões e desembolsos em R\$ bilhões, razão em %).....	54
Gráfico 12: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), período 2010-2021.....	57
Gráfico 13: EMBI+ Brasil, período 2010-2021.....	59
Gráfico 14: Meta Selic (%), período 2010-2021.....	60
Gráfico 15: Ibovespa, período 2010-2021.....	61
Gráfico 16: Índice de Confiança Empresarial (ICE), período 2010-2021.....	61

Gráfico 17: Evolução dos Spreads de carregos médios ponderados (em CDI+) do Idex-CDI, período 2010-2021.....	62
Gráfico 18: Volume total de emissão de debêntures entre 2011 e 2021 (R\$ bilhões).....	64
Gráfico 19: número de emissões de debêntures entre 2011 e 2021.....	64
Gráfico 20: Evolução dos indexadores das debêntures entre 2011 e 2021 - participação por volume.....	66
Gráfico 21: Evolução do prazo médio das debêntures incentivadas entre 2012 e 2021....	67
Gráfico 22: Destinação de recursos de debêntures entre 2011 e 2021 – participação por volume.....	68
Gráfico 23: Distribuição do total das ofertas de debêntures por detentor entre 2011 e 2021 – participação por volume.....	70
Gráfico 24: Distribuição das ofertas ICVM400 de debêntures por detentor entre 2011 e 2021 – participação por volume.....	71
Gráfico 25: Distribuição das ofertas ICVM476 de debêntures por detentor entre 2011 e 2021 – participação por volume.....	71
Gráfico 26: Número de ofertas ICVM 476 de debêntures por tipo de empresa entre 2011 e 2021 (R\$ bilhões).....	72
Gráfico 27: Distribuição das ofertas ICVM476 de debêntures por tipo de empresa entre 2011 e 2021 – participação por volume.....	73
Gráfico 28: Volume de emissão de Debêntures Incentivadas (R\$ bilhões)	74
Gráfico 29: Número de emissões de Debêntures Incentivadas entre 2012 e 2021.....	74
Gráfico 30: Razão das debêntures incentivadas sobre o total de debêntures (emissões em R\$ bilhões, razão em %)).....	75
Gráfico 31: Distribuição de emissões de debêntures incentivadas por tipo de oferta entre 2012 e 2021 – participação por volume.....	76
Gráfico 32: Evolução do prazo médio das debêntures incentivadas entre 2012 e 2021...77	77
Gráfico 33: Evolução da Duration média das debêntures incentivadas entre 2012 e 2021.....	78

Gráfico 34: Evolução da remuneração média (IPCA+) das debêntures incentivadas entre 2012 e 2021.....	79
Gráfico 35: Número de emissões de Debêntures Incentivadas e não Incentivadas entre 2012 e 2021 (R\$ bilhões) – distribuído por setores.....	80
Gráfico 36: Distribuição de emissões de debêntures incentivadas por setor entre 2012 e 2021 – participação por volume.....	81
Gráfico 37: Distribuição do total das ofertas de debêntures Incentivadas por destinação entre 2012 e 2021 – participação por volume.....	82
Gráfico 38: Distribuição do total das ofertas de debêntures Incentivadas por detentores entre 2012 e 2021 – participação por volume.....	83

Índice de Tabelas

Tabela 1: Cronograma estimado das etapas da oferta da 10ª emissão de debêntures da Autopista Litoral Sul S.A.....	32
Tabela 2: Destinação dos recursos das debêntures da 1ª série da 10ª emissão de debêntures da Autopista Litoral Sul S.A.....	41
Tabela 3: Dados Macroeconômicos 2010-2021: PIB, a preço de mercado acumulado em 4 trimestres (%); IPCA, Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (variação acumulada); Meta Selic, taxa básica de juros (%); e Câmbio (R\$/US\$).....	58

Lista de Abreviaturas e Siglas

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

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Social e Econômico

CETIP - Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

ESA - Equity Support Agreement

IBASE – Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas

ICSD - Índices de Cobertura do Serviço da Dívida

IPCA – Índice de Preços no Consumidor

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

PIB – Produto Interno Bruto

PSI – Programa de Sustentação do Investimento

SPE – Sociedade de Propósito Específico

Sumário

INTRODUÇÃO.....	14
1.REVISÃO LITERÁRIA: O QUE SÃO, COMO FUNCIONAM E QUAL É O OBJETIVO DAS DEBÊNTURES?	17
1.1. Introdução	17
1.2. Estrutura de Capital e Emissão de Dívida.....	17
1.3. Debêntures: definição e principais características	21
1.4. Mercado de capitais, crescimento e o caso brasileiro	23
1.5. Síntese	27
2. .REVISÃO HISTÓRICA DO MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL: COMO EVOLUIU A REGULAÇÃO?	29
2.1. Introdução	29
2.2. Ofertas Públicas com Esforços Restritos	29
2.3. Debêntures Incentivadas	38
2.4. Redimensionamento do papel do BNDES	46
2.5. Síntese	54
3.EVOLUÇÃO E PERFIL DO MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL DE 2011 A 2021	56
3.1. Introdução	56
3.2. Conjuntura Macroeconômica.....	56
3.3. Evolução do mercado primário de debêntures.....	63
3.4. Evolução do mercado primário de debêntures incentivadas.....	73
3.5. Conclusão.....	83
CONCLUSÃO.....	85
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	88

INTRODUÇÃO

Uma ampla gama da literatura macroeconômica ressalta a crucialidade e imprescindibilidade do desenvolvimento do mercado de capitais para indicadores de crescimento econômico de uma nação (LEVINE, 2005). Com um mercado financeiro fortalecido e consolidado, há a alocação eficiente de recursos e a junção de agentes poupadores e investidores, o que permite que empresas e firmas que almejam o financiamento encontrem no mercado de capitais recursos que possibilitam a ampliação de sua capacidade produtiva, o crescimento e o acúmulo de capital. Neste contexto, a emissão de debêntures em companhias na categoria de sociedades anônimas representa uma fonte significativa de captação de recursos e ilustram operações de financiamento de maior flexibilidade em prazos, volumes e garantias, de forma não exaustiva, se comparadas a empréstimos bancários ou emissão de ações. Entendido como um título de crédito que permite um retorno financeiro com maior percentual de lucratividade em comparação aos títulos públicos (ex. LFT, LTN, NTN-B) em virtude de seu grau de risco, o investimento em debêntures vem ganhando destaque na mídia e em canais focados na temática de investimentos.

A despeito da grande repercussão e aumento de sua popularidade, historicamente os instrumentos de renda fixa tem representado um volume de emissões consideravelmente maior em comparação aos ativos de renda variável. Segundo dados divulgados pela Anbima em 2020, a renda fixa correspondeu em média 76,4% das emissões nos últimos cinco anos, enquanto a renda variável representou apenas 16,6% no mesmo período (ANBIMA, 2020). Por outro lado, urge ressaltar que há uma falta de informação consolidada sobre o mercado de debêntures em geral. Majoritariamente, os estudos sobre o mercado brasileiro se concentram em determinar quais os fatores relevantes para a precificação do ativo no momento de sua emissão. Por ser um ativo concentrado nas mãos os investidores institucionais, muitas vezes o pequeno investidor não tem informações suficientes sobre este ativo e pode ser um dos principais motivos para não se interessar pelo investimento. Não somente para o pequeno investidor, mas para o mercado financeiro em geral, a informação é fator crucial para identificar oportunidades e recomendar adequadamente investimentos.

Uma pesquisa realizada pela Anbima (2022) em novembro de 2021 que buscou analisar o perfil do investidor brasileiro indica que a poupança se mantém como o produto

preferido dos investidores: 75% dos entrevistados deixaram os recursos na caderneta e apenas 8% deixaram em títulos privados (como Debêntures) em 2021. A presente pesquisa, portanto, se faz relevante por mobilizar dados e informações acerca do mercado de debêntures, movimento crucial para, por um lado, (i) o reforço à retomada do crescimento da economia brasileira, uma vez que espera-se que uma evolução positiva do mercado de capitais possa gerar “dividendos” em termos do crescimento econômico e, por outro lado, (ii) o auxílio a pessoas físicas a migrar seus recursos para este instrumento de investimento e ainda mais valoroso frente. Assim, a pesquisa procura ampliar o conhecimento sobre a oportunidade e importância das debêntures para o brasileiro.

Este trabalho tem como objetivo geral traçar um panorama da evolução do mercado de debêntures no Brasil no período 2011-2021. Mais especificamente, busca-se analisar as principais características desse segmento de modo a avaliar seu amadurecimento e seu papel no financiamento das empresas brasileiras. A hipótese que orienta a pesquisa é a de que as mudanças regulatórias e a redução da taxa básica de juros permitiram um efetivo amadurecimento do mercado de debêntures brasileiro.

A metodologia envolve uma breve revisão da literatura sobre estrutura de capital e emissão de dívida, a análise e sistematização da regulação brasileira com base em fontes primárias, em particular, do conjunto de normas da Comissão de Valores Mobiliários, e uma análise de estatísticas descritivas do mercado de debêntures com base nos dados publicados no Boletim de Mercado de Capitais da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e do Ministério da Economia. Em termos estruturais, o trabalho está organizado, para fins analíticos, em introdução, três capítulos de desenvolvimento e considerações finais.

O Capítulo 1, *Revisão Literária: o que são, como funcionam e qual é o objetivo das debêntures?*, está estruturado em três seções que buscam introduzir, detalhar e dissecar os pormenores do mercado de capitais, em geral, e das debêntures, em particular. A primeira seção do capítulo parte da conceitualização da estrutura de capital, analisando debates econômicos acerca do equilíbrio entre capital próprio e de terceiros na composição da estrutura de recursos de uma empresa. Já a segunda seção procura minuciar os aspectos técnicos das emissões de debêntures, abordando *como* os recursos são captados, como funciona a remuneração e as formas de garantia. Por último, a seção final dissecar a formação das bases regulatórias que possibilitaram a estruturação legal e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro pré-1994.

O Capítulo 2, *Revisão Histórica do Mercado de Debêntures no Brasil: Como Evoluiu a Regulação?*, procura expor os marcos que possibilitaram a posterior expansão do mercado de crédito privado no Brasil e explicar as lacunas que o mercado apresentava. Em um primeiro momento, o Capítulo discute a constituição da Instrução CVM nº 476 e seu papel na ampliação do acesso à emissão via mercado de dívida para empresas fechadas e a atratividade do veículo para empresas ofertarem sua dívida com maior celeridade, evitando meios extremamente burocráticos e menos custosos. Em um segundo momento, emergirá a análise da Lei 12.431 que tinha como propósito atrair a participação da iniciativa privada para o financiamento da infraestrutura brasileira a partir da inteligibilidade de que o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social não poderia permanecer como promotor exclusivo desses recursos. Já em um terceiro momento, a última seção do Capítulo se aprofunda no debate sobre o BNDES, trazendo as limitações que o banco apresentava para o desenvolvimento específico do mercado de dívidas corporativas e salientando o avanço nas debêntures no pós-mudança das políticas do banco em 2016.

Por fim, o último Capítulo analisa a evolução do mercado de debêntures entre 2011 e 2021 e procura contextualizar macroeconomicamente o período em questão. Por um lado, a primeira seção expõe a evolução macroeconômica à época, desde matriz de políticas públicas que culminaram na recessão do país entre 2014 e 2016, até a recuperação mista da economia após a crise da pandemia da Covid-19. Em segundo lugar, o debate segue com a investigação da evolução do mercado primário de debêntures corporativas no Brasil, aprofundando a discussão com os aspectos de volume, indexadores, prazo médio, destinação dos recursos, detentores, dentre outros temas e enfoques visando a compreensão se houve uma transformação no perfil das emissões ao longo dos últimos onze anos. Já a última seção do Capítulo dará prosseguimento à mesma análise, focando exclusivamente na evolução das emissões de debêntures incentivadas. A conclusão, por sua vez, sintetiza os principais pontos desenvolvidos no trabalho e avalia a hipótese explicitada nessa introdução à luz das evidências apresentadas.

1. REVISÃO LITERÁRIA: O QUE SÃO, COMO FUNCIONAM E QUAL É O OBJETIVO DAS DEBÊNTURES?

1.1. Introdução

O presente Capítulo objetiva introduzir ao leitor (i) a função da emissão de dívidas nas empresas, ou seja, o *porquê* uma companhia opta por esses instrumentos à luz de sua estrutura de capital e de seus objetivos; (ii) dissecar e detalhar o principal instrumento por meio do qual as dívidas são captadas no mercado de capitais, as debêntures corporativas; e (iii) apresentar, para fins analíticos, a formação da base regulatória legal que permitiu a estruturação e desenvolvimento inicial do mercado de capitais no Brasil.

A primeira seção do capítulo irá apresentar o conceito de estrutura de capital, explicando o debate literário sobre o balanceamento entre capital próprio e capital de terceiros na estrutura de recursos da companhia, sendo fundamental para compreensão da importância da emissão de dívidas para as empresas. Na segunda seção, serão descritas as principais características técnicas das debêntures, um dos principais instrumentos de financiamento das grandes empresas. Nesta seção serão abordados os tipos de uso dos recursos captados, remuneração, formas de garantia, dentre outros tópicos. Por fim, a terceira seção apresenta a constituição das primeiras bases regulatórias que permitiram a estruturação legal e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

1.2. Estrutura de Capital e Emissão de Dívida

A estrutura de capital de uma empresa é um tema de debate relevante para compreender a dinâmica dos investimentos e do crescimento das firmas ao longo do tempo. De modo geral, a estrutura de capital corresponde à forma através da qual companhias e empresas são financiadas. O processo decisório de como gerir e adotar uma determinada estrutura de capital é demasiadamente profundo, especialmente por envolver uma ampla gama de possibilidades. Para financiar suas atividades e investimentos, uma empresa pode lançar mão de recursos internos, ou seja, lucros retidos, ou meios exteriores, com a emissão de ações, que possibilitam a captação de capital de longo prazo, e/ou títulos de dívida.

Por se tratar de um tema alvo de intensos debates e discordâncias, a literatura econômica sobre o assunto abrange uma gama de obras, empíricas e de cunho teórico, que apontam diferentes variáveis como determinantes à composição da estrutura de

capital. Ainda que o debate acerca do processo decisório por trás da estrutura de capital esteja em aberto e em evolução, autores como Modigliani e Miller (1958), Kraus e Litzenberger (1973), Myers (1984) e Minsky (1986) serão discutidos com maior enfoque baixo de modo a facilitar a compreensão futura de aspectos centrais para o presente trabalho.

Os autores Franco Modigliani e Merton H. Miller em seu artigo canônico intitulado “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment” sugerem três proposições básicas, a saber, que o valor da empresa independe de sua estrutura de capital, que o retorno ao acionista cresce em função do endividamento e que é indiferente para os acionistas o recebimento ou não de dividendos. Nessas condições, Modigliani e Miller sugerem que todos os indivíduos e firmas que recorrem a empréstimos devem estar sujeitos a taxas de juros iguais, haja vista a existência de um mercado perfeito e simplificado, sem taxas de corretagem, com informações completas sobre o mercado disponíveis para todas as partes, a inexistência de tributos e de risco decorrente do endividamento.

O modelo proposto pelos autores, porém, negligenciava custos diversos e informações assimétricas e concluía que a estrutura de capital adotada pelas empresas era, portanto, irrisória, uma vez que não influenciaria no seu valor de mercado. Assim, após reiterarem que o “valor de mercado de qualquer firma é independente da sua estrutura de capital” (MODIGLIANI; MILLER, 1958, p. 268, tradução nossa), os autores atualizaram sua teoria para a incluir análises dos impostos e os consecutivos benefícios fiscais associados à captação de dívida. Ainda que a sofisticação de seu modelo se esforçasse para aproximá-lo da realidade, os autores concluíram que as firmas maximizariam seu valor quando se capitalizassem integralmente via dívidas. Apesar das limitações, a análise de Modigliani e Miller permitiu a abertura para reflexões mais aprofundadas sobre o tema.

A partir do modelo de Modigliani e Miller (1958), os autores Kraus e Litzenberger (1973) desenvolveram a chamada teoria do *trade-off*. Os autores questionavam a aplicação dessa teoria à mercados de capitais perfeitos e salientavam a existência de impostos sobre lucros e corretivos em casos de falência que impactavam na estrutura de capital das firmas. Partindo de críticas ao modelo anterior, os autores incluem o custo de dificuldade financeira gerado pelo endividamento, em outras palavras, o decréscimo no valor de mercado de uma empresa ocasionado pelo risco de falência e concluem que cada firma possui um nível de endividamento ótimo que maximiza seu valor de mercado.

Partindo do pressuposto que os ativos e oportunidades de investimento são constantes, o valor de mercado da empresa é determinado pelo *trade-off* entre os ganhos advindos do benefício fiscal da dívida e o custo de dificuldade financeira gerado pelo endividamento. Em resumo, a teoria do *trade-off* ressalta que a escolha do nível de alavancagem ótima da firma reflete o *trade-off* entre os benefícios tributários da dívida e os custos de falência ocasionados pelo endividamento excessivo.

Seguindo esforços de melhoria e renovação no modelo inicial, Myers (1984) se baseou nas reflexões trazidas por Donaldson (1969), para desenvolver a teoria da *pecking-order*, ou da hierarquização das fontes de financiamento, em tradução livre. Partindo de um mercado imperfeito, com presença de informações assimétricas, onde investidores não estão cientes do valor real das firmas e ações de administradores transmitem sinalizações ao mercado, Myers e Maliuf (1984) assumem que os administradores agem em prol dos acionistas correntes, buscando maximizar o valor de mercado das empresas. Nesse sentido, esta teoria se diferencia da teoria do *trade-off* por questionar a visão de que as firmas se esforçam para atingir objetivos para a razão entre dívida e ações que maximizariam seu valor de mercado.

Em uma variação da teoria de hierarquização, Myers (1984) inclui na análise o custo de dificuldade financeira. Com isso, sugere que, a partir da necessidade de financiamento e em um ambiente com informações assimétricas, as empresas optarão por fontes de recursos mais transparentes, procurando não enviar sinalizações negativas ao mercado, e menos custosa, de forma que, na insuficiência de recursos próprios, firmas tendem a optar pela captação de dívida a ofertas acionárias como forma de suprir sua necessidade de financiamento externo.

Myers apresenta um processo decisório alicerçado em quatro passos: (i) firmas preferem o financiamento via recursos internos em detrimento aos externos; (ii) mudanças na política de dividendos não são utilizadas como fonte de financiamento interno, em função do efeito de sinalização ao mercado, fazendo com que, na indisponibilidade de recursos internos, as empresas tendam a suprir a necessidade de financiamento via recursos externos; (iii) caso seja imprescindível recorrer ao financiamento externo, firmas optarão por fontes seguras de financiamento, dando preferência à dívida em oposição a ações; e, por fim, (iv) a relação entre o valor da dívida e o valor da firma reflete a sua necessidade de financiamento externo.

Por outro lado, ainda que fora do núcleo clássico da discussão, Minsky (1986) parte das reflexões teóricas de Keynes e aprofunda análises sobre o financiamento das empresas. Minsky ressalta que a decisão especulativa fundamental de uma empresa é como financiar o controle sobre seus ativos de capital necessários, ou seja, quanto pelos recursos próprios da empresa e quanto pelos recursos emprestados. Desse modo, Minsky salienta que a forma como o investimento é financiado é crucial e um diferencial no processo.

A questão central para Minsky é que os agentes, a todo momento, irão adotar posturas financeiras que refletem suas expectativas em relação à possibilidade de ganho futuro de suas aplicações e de sua capacidade de honrar suas obrigações. Recorrer ao endividamento, leia-se assumir novas obrigações, é uma forma de ampliar o fluxo de caixa corrente e viabilizar planos de gasto que do contrário não seriam concretizados – contornando a “restrição de sobrevivência” monetária a que estão sujeitos e combinando a expansão dos lucros e sua necessidade de perpetuação ao longo do tempo (TORRES, 2020).

As unidades econômicas, portanto, recorrem aos diversos instrumentos disponíveis em seu *locus* de funcionamento: “Para auxiliá-los na administração de seus fluxos de caixa, existem mercados e instituições especializadas no oferecimento de moeda, liquidez e na precificação de ativos” (TORRES, 2020, p. 741). Elas precisam compatibilizar as entradas e saídas de caixa com seus planos de expansão e sobrevivência, mas há diversas formas de fazê-lo, como já explicitamos na análise das outras teorias. Essas diferentes formas de gerir as oportunidades de lucro e a necessidade de sobrevivência se traduzirão em diferentes graus de *fragilidade financeira*, como sintetizado por Martins e Drach (2020, p. 272): “Uma unidade econômica será considerada mais ou menos frágil de acordo com o grau de compatibilidade entre os fluxos monetários esperados de entrada e saída de caixa, condicionados pelas posições de balanço assumidas por ela”.

A decisão de tomar novas dívidas ou emitir ações na teoria minskyana, isto é, a decisão acerca da estrutura de capital da firma, não leva em consideração a possibilidade de uma estrutura “ótima” que maximiza um *trade-off*, mas sim as necessidades e preferências das firmas no gerenciamento de seus fluxos de caixa e de suas oportunidades de investimento. Portanto, tomar empréstimos, emitir dívidas em mercado ou lançar ações

serão encaradas como formas distintas de compatibilizar os gastos necessários ao crescimento e à sobrevivência da empresa.

O modelo de dois preços de Minsky (1986) reconhece, porém, que ao endividamento está associada à fragilização das empresas, o que se traduz num custo crescente de ampliação da alavancagem e dos riscos – uma espécie de “princípio do risco crescente”. Com a disseminação de posições financeiras cada vez mais frágeis à medida que o ciclo econômico se desenrola em sua fase de prosperidade, refletindo expectativas otimistas em relação ao retorno dos ativos e às condições de gerenciamento das saídas de caixa, o autor salienta sua hipótese de instabilidade financeira. Ela se desdobra em dois teoremas, segundo Minsky (1992, p. 8-9): (i) a economia pode ter uma estrutura financeira estável e uma estrutura instável; e (ii) ao longo de períodos de prolongada prosperidade, a economia transita de relações financeiras que originam um sistema estável para relações que tornam o sistema instável.

1.3. Debêntures: definição e principais características

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários, as debêntures são títulos de dívida emitidos por sociedades por ações e que conferem aos seus titulares direitos de crédito contra a companhia emissora e, por definição da Lei nº 6.385/76, são valores mobiliários. Portanto, são instrumentos de captação de recursos no mercado de capitais aos quais as empresas podem lançar mão. As companhias podem utilizar os recursos captados para diferentes finalidades como investimentos em novas instalações, alongamento do perfil das dívidas ou financiamento do capital de giro, de forma não exaustiva.

Por outro lado, o investidor que adquire debêntures, também chamado de debenturista, disponibiliza seu capital para ser utilizado pela companhia de modo a, posteriormente, receber uma remuneração conforme condições pré-estabelecidas. Assim, debêntures são títulos de crédito privado de renda fixa em que os debenturistas são credores da firma e expectam o recebimento de juros periódicos e o pagamento do principal, correspondente ao valor unitário da debênture, no vencimento do título ou mediante amortizações, conforme previamente estipulado em um contrato específico e prévio chamado “Escritura de Emissão”. Uma emissão de debêntures pode ter diversas séries, de forma a adequar o recebimento dos recursos às necessidades da empresa.

No documento obrigatório “Escritura de Emissão” são estabelecidos os direitos e deveres dos investidores e da empresa emissora. A escritura de emissão de debêntures

distribuídas ou admitidas para negociação no mercado deve ter a intervenção de um “Agente Fiduciário” dos debenturistas, podendo ser representado por pessoas físicas que cumpram os requisitos para exercício de função em órgão de administração da companhia ou por instituição financeira que tenha por objeto social a administração ou a custódia de bens de terceiros. O agente representa os interesses dos investidores, observando o cumprimento das condições acordadas na Escritura e é responsável pela preparação de relatórios de acompanhamento. Ao mesmo tempo, outros agentes participam da emissão e distribuição das debêntures como a instituição líder, intermediários contratados, um banco mandatário e escriturador, auditores independentes e consultores legais. Nas ofertas públicas de distribuição de debêntures, todas as informações relativas à emissão constam no Prospecto de Distribuição fornecido aos investidores no momento da oferta – ver Instrução CVM nº 400/03. No caso brasileiro, as debêntures também podem ser distribuídas sob a forma de uma “distribuição com esforços restritos”, regulamentada pela Instrução CVM nº 476/09, como será visto adiante.

Em relação aos direitos e resgate das debêntures, os investidores são credores das companhias e são remunerados pelo investimento, em juros fixos ou variáveis, participação no lucro da empresa, prêmio, entre outras opções, nas condições e prazos definidos na Escritura de Emissão, além da quantia relativa ao valor investido, que pode ser recebida antes ou no vencimento, mediante amortização do valor nominal da debênture. O vencimento da debênture ocorre na data fixada na escritura, que pode variar conforme as condições de emissão. Assim, a empresa pode determinar amortizações parciais de cada série, assim como se reservar o direito de resgate antecipado, parcial ou total, dos títulos de mesma série. Caso previsto na Escritura, e com a concordância dos debenturistas e da firma, as condições definidas na emissão podem ser repactuadas.

A emissão de debêntures, por outro lado, pode ser efetuada com ou sem garantias. Em ocorrência de garantias, estas podem ser: garantia real, que envolve o comprometimento de bens ou direitos que não poderão ser negociados sem a aprovação dos investidores, para que a garantia não fique comprometida; e, garantia flutuante que assegura privilégio geral sobre o ativo da emissora, ainda que não impeça a negociação dos bens que compõem esse ativo. As emissões sem garantia, por sua vez, podem ser quirografárias, ou seja, debênture sem privilégio ou subordinadas, onde, em ambas, o debenturista não possui nenhuma garantia ou preferência no caso de liquidação da

empresa. Nesse cenário de liquidação, no pagamento de suas obrigações com os credores, as debêntures quirografárias precedem as subordinadas.

Destaca-se, além dos aspectos supracitados, que as debêntures podem ser convertidas em ações. São classificadas como debêntures simples quando não podem ser convertidas em ações da companhia emissora e como debêntures conversíveis quando possuem cláusulas permitindo a conversão em ações ao término de prazo determinado ou a qualquer momento, de acordo com o que fora estabelecido na escritura de emissão – configurando, portanto, um instrumento híbrido de dívida e capital.

1.4. Mercado de capitais, crescimento e o caso brasileiro

Grande parte da literatura econômica reconhece a existência de uma relação entre o crescimento econômico e o desenvolvimento do sistema financeiro e do mercado de capitais. Desde o desenvolvimento do arcabouço teórico de Schumpeter, essa possibilidade se coloca, salientando a existência de uma tendência de evolução contínua das nações. King e Levine (1993) lançaram mão de uma análise de diversas experiências de desenvolvimento dos países e concluíram que nos anos 1960, 1970 e 1980 muitas medidas de desenvolvimento financeiro estavam associadas ao crescimento econômico de diversos países (PIMENTEL, 2011).

Pimentel (2008, p. 26) ressalta que, levando em conta os padrões internacionais, “as empresas que atuam no Brasil possuem um alto índice de financiamento por meio de empréstimos bancários”. Ainda, segundo Nascimento (2004, p. 130), “o sistema bancário nacional responde por mais de 90% do crédito privado e é extremamente concentrado no curto prazo”. Tal cenário, que se consolidou com a constituição e amplificação do parque industrial nacional nos anos 1950, também possui a característica marcante de uma participação considerável de instituições financeiras público-governamentais em financiamentos de firmas brasileiras.

No mesmo período e na primeira metade da década de 1960, foram observadas mudanças significativas no perfil industrial do país como consequência dos fortes investimentos na infraestrutura e em indústrias de transformação que provocaram a paralização de recursos financeiros por períodos mais longos, em razão de sua aplicação em setores onde a intensidade de capital, prazos de maturação e escalas de produção são maiores (PIMENTEL, 2008). Nesse processo, houve a implementação de projetos de

atuação pública em prol do desenvolvimento econômico, com destaque para o desempenho financiador do BNDES sob forma de crédito aos setores de interesse público.

Concomitantemente, todavia, nos anos 1960 havia uma lacuna de meios eficientes de alcance de financiamentos externos de médio e longo prazos, provocando, assim, a necessidade governamental de utilizar técnicas de financiamento interno, autofinanciamento, via taxa cambial e inflação, com emissão de moeda, e tributação, utilizada fortemente. Com o cenário de alta inflacionária e instabilidade econômica, houve forte desincentivo para a formação de um *pool* de riqueza, inibição de investidores e prejudicou-se a captação de recursos em médio prazo e longo prazo. Assim, as companhias se financiavam com meios de curto prazo, limitando seu crescimento, característica significativamente distinta de nações desenvolvidas e já com capital democratizado (PIMENTEL, 2008).

Com a contração dos investimentos de longo prazo e a desorganização dos mercados financeiros e de mercadoria, não havia um arcabouço legal para regular as atividades enquanto o governo focava na instituição de políticas monetárias e fiscais para frear a inflação e seus corolários. Em 1964, foram adotadas uma série de ações para organizar e consolidar o mercado financeiro nacional tais quais: a formação de um Banco Central unificado e uma reformulação do sistema financeiro que envolvia medidas tributárias e econômicas:

Lei da Reforma do Sistema Financeiro Nacional (Lei n.º 4.595/64): Constituiu-se de reformulação completa do Sistema Financeiro Brasileiro, determinando seus agentes e integrantes, criando, assim, o Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central do Brasil (Bacen) e determinando os papéis do Banco do Brasil S/A e das demais Instituições Financeiras Públicas e Privadas.

Lei do Mercado de Capitais (Lei n.º 4.728/65): Representa a primeira regulamentação para o mercado de capitais no Brasil. Com isso, houve o estabelecimento de normas e regulamentos básicos para a estruturação de um sistema de investimentos destinados a apoiar o desenvolvimento nacional e atender a crescente demanda por crédito. Assim, foram definidos padrões de conduta para os participantes do mercado e houve a criação de novas instituições e o fortalecimento das já existentes, bem como incentivou-se que as companhias abrissem seu capital.

Lei de Capitais Estrangeiros (Lei n.º 4.131/62): É a referência básica sobre a relação entre o Brasil e capitais estrangeiros e investidores internacionais. Essa lei definiu regras e conceitos acerca da entrada e saída de capitais estrangeiros ao Brasil, bem como seu respectivo controle.

Lei de Correção Monetária (Lei n.º 4.357/64): Com essa lei foi possível praticar operações financeiras com taxas de juros reais positivas o que não ocorria por conta da Lei da Usura⁵; com isso, verificou-se um grande estímulo à geração de poupança e investimentos.

Leis específicas para regulamentação de Poupança Compulsória e dos Mercados de Seguros (Decreto-lei n.º 73/66), Capitalização (Decreto-lei n.º 261/67), Bancos de Investimentos, Bolsas e Sociedades Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (PIMENTEL, 2008, p. 26).

Por meio dessas medidas, o mercado de capitais brasileiro pôde avançar de forma consistente e, da mesma forma, levaram a fundação da Comissão de Valores Mobiliários e a reformulação da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76) de extrema importância para o mercado de capitais e para o sistema contábil brasileiro. A CVM passou a desfrutar de poderes para disciplinar, fiscalizar e estabelecer medidas de atuação no mercado de valores mobiliários e foi concebida à semelhança da SEC norte-americana. Já a reestruturação da Lei das S.A. versava pela asseguarção do direito de dividendos mínimos em dinheiro às minorias acionárias, disciplinar gratificação aos dirigentes e empregados, aperfeiçoar o mecanismo de auditoria e facilitar o funcionamento das sociedades de capital.

Esta Lei se tornou muito relevante para a definição e descrição de métodos contábeis coerentes com o contexto político-econômico brasileiro à época. Com a Lei das S.A., especificamente no capítulo V, artigos 52 e 74, foram estabelecidas regras e procedimentos para a emissão de debêntures, definindo e determinando as garantias dadas aos investidores e os tipos de remuneração, versou sobre a conversibilidade em ações e exigências sobre a emissão de títulos ao público em aspectos internos empresariais e com relação aos investidores e o mercado, de forma externa.

Com tais medidas e alterações, a partir de 1976, companhias brasileiras registradas na CVM, exceto as instituições financeiras, já poderiam emitir debêntures no mercado nacional, caso todas as exigências formais estivessem cumpridas. Como corolário direto destes processos, verificou-se um substancial aumento no mercado de títulos privados brasileiro:

Com o aumento do volume e da complexidade do mercado, tornou-se necessário um sistema seguro e ágil para a negociação dos títulos. Para atender a tal necessidade, em 1986, foi criado um sistema de registro de operações em terminais computadorizados que abrangia a custódia, a

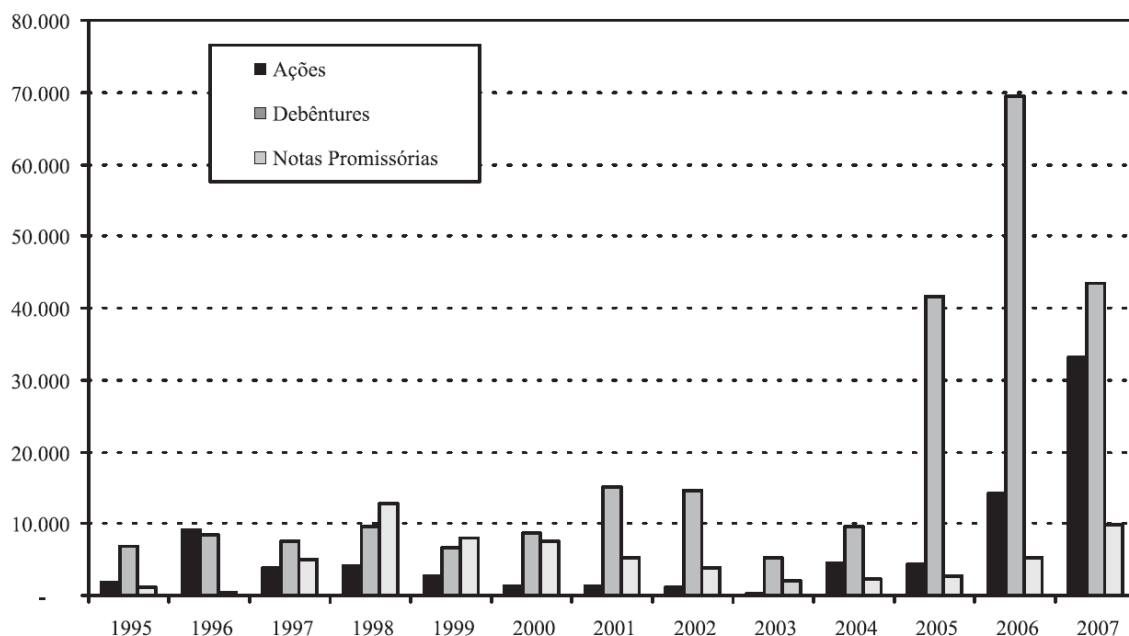
negociação e a liquidação financeira das operações. Esse sistema foi denominado CETIP - Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos. A CETIP substituiu a troca de títulos por meio de cheques de compensação manual e aboliu a emissão de faturas e a movimentação física dos títulos, já que o sistema gerencia toda a movimentação por intermédio de terminais eletrônicos nas instituições que operam com as negociações dos títulos privados (PIMENTEL, 2008, p. 29).

Mais adiante, outro marco econômico expressivo influenciou positivamente no desenvolvimento do mercado de capitais nacional: a estabilização dos indicadores inflacionários graças ao Plano Real, lançado em 1994. Já a partir dos anos 1990, com a abertura mais significativa da economia brasileira ao mercado internacional, houve um forte fluxo de capitais estrangeiros, de maneira jamais vista nos anos anteriores da história do Brasil.

A partir do Plano Real, o mercado primário de debêntures passou a constituir a maior fonte de captações no mercado de capitais, como expresso no Gráfico 1. É possível verificar que as captações primárias por meio de debêntures são expressivamente maiores do que as captações apresentadas pelo mercado de ações e de notas promissoras, uma tendência ainda mais observável em 2005 e 2006, ainda que boa parcela dos volumes captados diga respeito às empresas de *leasing*¹ (TORRES E MACAHYBA, 2012).

¹ Essas emissões resultavam de uma estratégia de arbitragem regulatória dos bancos, que utilizam a emissão de debêntures por empresas de *leasing* por eles controladas para captar recursos sem precisar realizar recolhimentos obrigatórios, como os depósitos compulsórios e as contribuições ao Fundo Garantidor de Crédito, exigidos na captação via depósitos a prazo – ver Torres e Macahyba (2012, p. 43).

Gráfico 1: Evolução do mercado primário de ações, debêntures e notas promissórias, no período de 1997 a 2005 (R\$ milhões)



Fonte: Pimentel, 2008, p. 32.

1.5. Síntese

Em suma, alguns movimentos conclusivos fazem-se necessários. Em primeiro lugar, nas duas principais teorias clássicas sobre estrutura de capital o uso de capital de terceiros observou-se que a participação relevante na estrutura das empresas e o balanceamento ótimo de seu uso poderá se dar em diferentes níveis, a depender de cada empresa. A abordagem de Minsky, por sua vez, apenas reforça essa individualidade de cada firma, ao refletir sobre a escolha das diferentes fontes de financiamento de acordo com a compatibilização dos fluxos futuros. Por outro lado, a exposição sobre as variadas características das debêntures ressaltou a ampla gama de possibilidades que as companhias possuem para estruturar cada emissão de acordo com suas necessidades particulares, bem como apresentou as diferentes possibilidades que os investidores possuem para determinar a os instrumentos adequados para investir de acordo com suas preferências e restrições. Concluiu-se, a partir do conteúdo explicitado na seção 1.4, que as iniciativas regulatórias fundadas entre a década de 60 e 70 foram essenciais para criar a estrutura legal que daria suporte ao desenvolvimento, ainda embrionário, do mercado de capitais no Brasil. Com isso, possibilitou-se a garantia do domínio das debêntures como principal fonte de captações no mercado de capitais, garantindo a segurança necessária aos investidores em um ambiente de melhor fiscalização e governança.

Em suma, o arco analítico central que o presente Capítulo propôs foi ressaltar a importância das debêntures como um instrumento para viabilizar a gestão do fluxo de caixa das empresas e proporcionar o financiamento de investimentos e das atividades das firmas. A partir dessa base criada no século XX, as regulações foram se aprimorando para adequar a novas necessidades do mercado. O Capítulo seguinte apresenta três mudanças relevantes para o mercado de debêntures no país e investiga seus os efeitos.

2. REVISÃO HISTÓRICA DO MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL: COMO EVOLUIU A REGULAÇÃO?

2.1. Introdução

Este capítulo tem como objetivo (i) apresentar os principais marcos que permitiram a expansão do mercado de crédito privado no Brasil; e (ii) explicar as limitações que o mercado apresentava antes dessas mudanças. A primeira seção aborda a criação da Instrução CVM nº 476/09, que ampliou o acesso a emissão via mercado de dívida para companhias fechadas, assim como se mostrou uma opção atrativa para empresas lançarem ofertas de forma mais rápida, com menos custos e menos burocrática. A segunda seção aborda a instituição da Lei nº 12.431/11, que teve como objetivo atrair a participação da iniciativa privada no financiamento de infraestrutura no país, em reconhecimento da insustentabilidade do domínio do BNDES como promotor quase que exclusivo de tais recursos. Por fim, a última seção da continuidade a temática do BNDES, explicando a relação entre o banco e o desenvolvimento do mercado de dívida corporativa e expondo o grande avanço nas emissões via debêntures após a mudança de políticas do BNDES em 2016.

2.2. Ofertas Públicas com Esforços Restritos

No Brasil, a emissão de debêntures é regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio de duas Instruções, a de nº 400 e a de nº 476. Publicada em 2003, a Instrução CVM nº 400 endereça as regras para ofertas públicas e distribuição de ativos. Já a Instrução CVM nº 476 entrou em vigor em janeiro 2009, flexibilizando os requisitos de registros das ofertas públicas de valores mobiliários e autorizando a negociação com restrições no mercado secundário de tais valores mobiliários distribuídos com esforços restritos. A publicação da ICVM nº 476 em 2009 resultou em mudanças profundas no mercado brasileiro de debêntures corporativas. A flexibilidade introduzida nos processos de emissão, bem como a abertura do mercado para empresas de capital fechado não apenas aumentou o volume total de capital levantado por debêntures por ano, mas também expandiu o número de empresas emissoras no mercado.

Para a preparação da Instrução CVM nº 476/09, as autoridades brasileiras se inspiraram na regulamentação estadunidense, em especial na Regulation D e na Rule 144A. Nos Estados Unidos, os títulos não registrados na SEC e colocados de forma

privada, são classificados como *restricted securities* e estão sujeitos a uma regra geral que proíbe a negociação pública e irrestrita. Esse tipo de restrição inibe o desenvolvimento de um mercado líquido para essas *restricted securities*, já que, a princípio, a negociação de tais ativos é proibida no mercado secundário. De modo a incentivar o fomento da liquidez e de um mercado secundário para esses valores mobiliários, sem deixar de limitar as negociações a investidores institucionais, a SEC editou a Regra 144A.

A oferta pública de valores mobiliários distribuída com esforços restritos pode ser caracterizada pelas principais restrições impostas: (i) tipo de investidor à qual se destina; (ii) número de investidores (a) aos quais se destinam a oferta e (b) que efetivamente subscrevam ou adquiram os valores mobiliários; (iii) local e publicidade dada à oferta e (iv) negociação no mercado secundário.

Segundo o artigo segundo da Instrução CVM nº 476/09, para que se caracterize a oferta pública com esforços restritos, todos os potenciais investidores aos quais se direcionam os trabalhos de colocação deverão ser investidores qualificados² ou, na nomenclatura atual, investidores profissionais. De acordo com o art. 9º da Instrução CVM nº 554/14, são considerados investidores profissionais:

- (i) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;
- (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
- (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar;
- (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio;
- (v) fundos de investimento;
- (vi) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM;

² Inicialmente a ICVM 476 permitia o acesso a oferta pública com esforços restritos para investidores qualificados, mas a regra foi revisada em dezembro de 2014 pela instrução nº 554 da CVM, que restringiu a colocação apenas para investidores profissionais. Importante ressaltar que na nova regra um investidor qualificado é definido por pessoas naturais ou jurídicas que (a) possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio ou (b) possuam certificações em investimentos financeiros aprovadas pela CVM.

- (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e
- (viii) investidores não residentes.

O artigo terceiro da Instrução CVM nº 476/09 determina o número de investidores que a oferta pode ser oferecida e subscrita. Quando entrou em vigor, a instrução permitia o direcionamento a, no máximo, 50 potenciais investidores classificados como qualificados e sua aquisição estava restrita a apenas 20 desses investidores. Em setembro de 2014, a Instrução CVM nº 551 estendeu o limite de investidores consultados para 75 e o de adquirentes para 50. No que tange às restrições quanto à publicidade dada à oferta, o parágrafo único do art. 2º veda a publicidade ostensiva. “Não será permitida a busca de investidores através de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores.”

Por meio da regulamentação da negociação no mercado secundário, o art. 13 da ICVM 476 determina que o investidor deve permanecer com o papel por três meses antes de poder negociá-lo no mercado secundário. O caput do art. 15 complementa que, mesmo no mercado secundário, somente investidores qualificados poderão receber ofertas de venda. O destaque concebido pela Instrução foi a permissão para que empresas de capital fechado também realizassem emissões, visto que até então este tipo de captação era restrito às empresas de capital aberto. Em compensação, as empresas privadas devem divulgar balanços anuais que contenham informações financeiras – cobrança inferior à exigência das empresas públicas, que devem divulgar balanços trimestrais. Assim, a ideia era ampliar o acesso ao mercado de capitais para empresas fechadas, incentivando-as a se estruturarem para divulgar informações ao público.

Em outro aspecto, antes da ICVM 476, as companhias estavam limitadas a seguir as etapas burocráticas da ICVM 400, como o registro prévio na CVM (sujeito a análise previa pela autoridade) e a elaboração do prospecto com informações sobre a oferta (também sujeito à aprovação pela autoridade). Desse modo, a escolha pela modalidade ICVM 476 torna o processo de emissão de um valor mobiliário mais ágil e veloz, já que a firma não precisa aguardar toda a tramitação da CVM. A complexidade da categoria ICVM 400 pode ser observada na Tabela 1, pelo espaço de quase 3 meses entre a data de

protocolo na CVM do pedido de registro e o anúncio de encerramento da oferta de debêntures de uma empresa do setor rodoviário.

Tabela 1: Cronograma estimado das etapas da oferta da 10ª emissão de debêntures da Autopista Litoral Sul S.A.

#	Evento	Data
1	Protocolo na CVM do pedido de registro da Oferta	13/08/2021
2	Divulgação do Aviso ao Mercado Disponibilização deste Prospecto Preliminar aos Investidores da Oferta	20/09/2021
3	Início das apresentações de Roadshow	21/09/2021
4	Encerramento das apresentações de Roadshow	23/09/2021
5	Início do Período de Reserva	28/09/2021
6	Início do Período de Desistência	15/10/2021
7	Encerramento do Período de Desistência	21/10/2021
8	Encerramento do Período de Reserva	21/10/2021
9	Procedimento de Bookbuilding	22/10/2021
10	Registro da Oferta pela CVM	10/11/2021
11	Divulgação do Anúncio de Início Disponibilização do Prospecto Definitivo Início da Oferta	10/11/2021
12	Primeira data de Subscrição, Integralização e Liquidação Financeira das Debêntures	11/11/2021
13	Divulgação do Anúncio de Encerramento	12/11/2021

Fonte: Elaboração própria baseado no esquema disponível no site da empresa Arteris.

A agilidade no processo de captação de recursos era ainda mais importante antes da CVM aprovar uma eliminação experimental do *blackout period*, quando era ainda mais complicado de utilizar as “janelas” disponíveis do mercado para distribuição de novas ofertas:

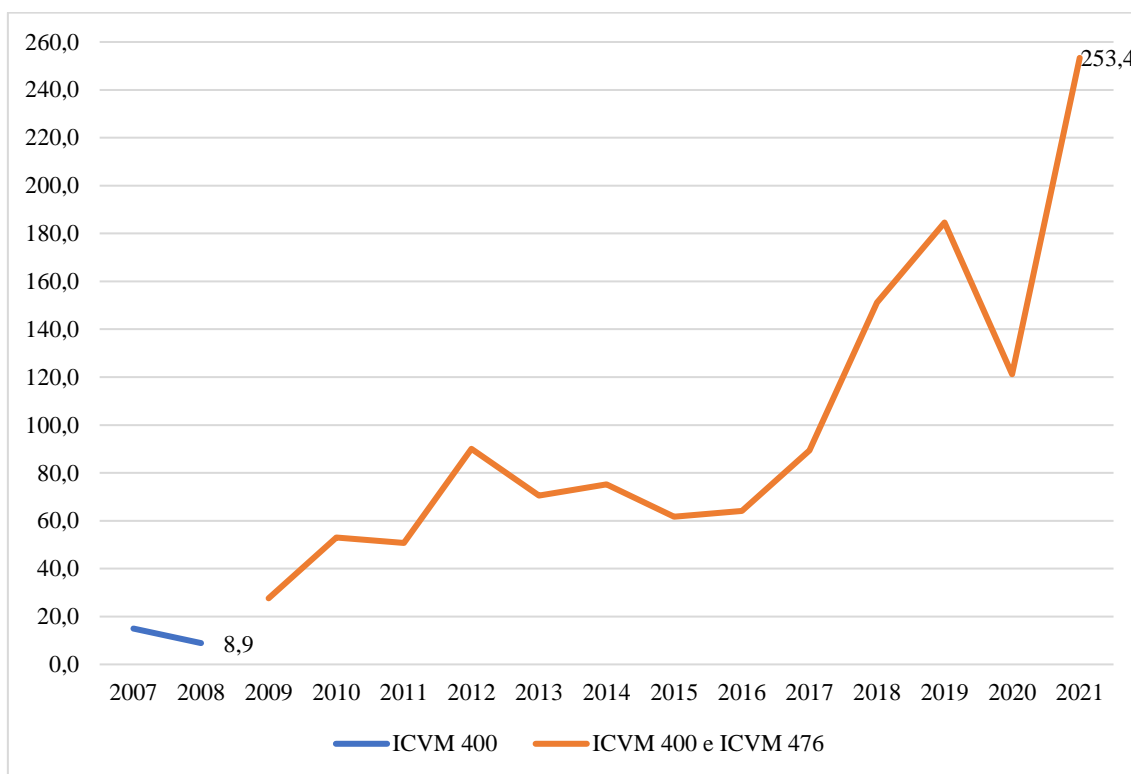
Na opinião dos entrevistados, a vedação de concessão de registro de oferta em até 16 dias antes da divulgação de informações financeiras (*blackout*) limita significativamente as durações das “janelas” de mercado disponíveis ao longo do ano para emitir novos valores mobiliários. Tal período de restrição, quando somado aos prazos necessários para pautar e aprovar em RCA (2 a 3 semanas), tramitar documentação na CVM (mínimo de cinco dias, para EGEM), realizar *roadshow* (2 a 3 semanas) e finalizar as demonstrações financeiras

anuais, chega a praticamente impossibilitar a realização de ofertas durante o primeiro trimestre (...). “Janelas” relativamente estreitas não só podem dificultar emissões devido ao prazo necessário para a estruturação da operação como também pela concentração simultânea de diferentes ofertas, que terminam por competir entre si pela limitada liquidez do mercado doméstico (CVM, 2019, p. 85).

Por fim, vale destacar que além de ser uma modalidade de oferta mais célere e menos burocrática, a ICVM 476 também é menos onerosa financeiramente. De acordo com uma pesquisa conduzida com agentes do mercado, Wajnberg (2014, p. 351) aponta que uma oferta de R\$ 100 milhões realizada no âmbito da ICVM 400 tem custos fixos de R\$ 606,9 mil, enquanto por meio da ICVM 476 a mesma oferta teria custos fixos de R\$ 204 mil – o que viabilizaria também captações menores, contribuindo para ampliar o acesso de uma franja mais ampla de firmas ao mercado de capitais.

O volume de ofertas de debêntures aumentou rapidamente desde a publicação da ICVM 476, devido à flexibilização da nova regra no processo de emissão e à abertura do mercado de dívida para empresas não públicas. De acordo com dados da ANBIMA (2014, 2019), o volume anual de emissões passou de R\$ 8,9 bilhões para R\$ 253,4 bilhões entre 2008 e 2021, refletindo um aumento total de 2.747% ao longo do período, ou uma taxa média de crescimento de 29,4% por ano. O Gráfico 2 mostra os dados anuais de emissão de títulos de 2007 a 2018.

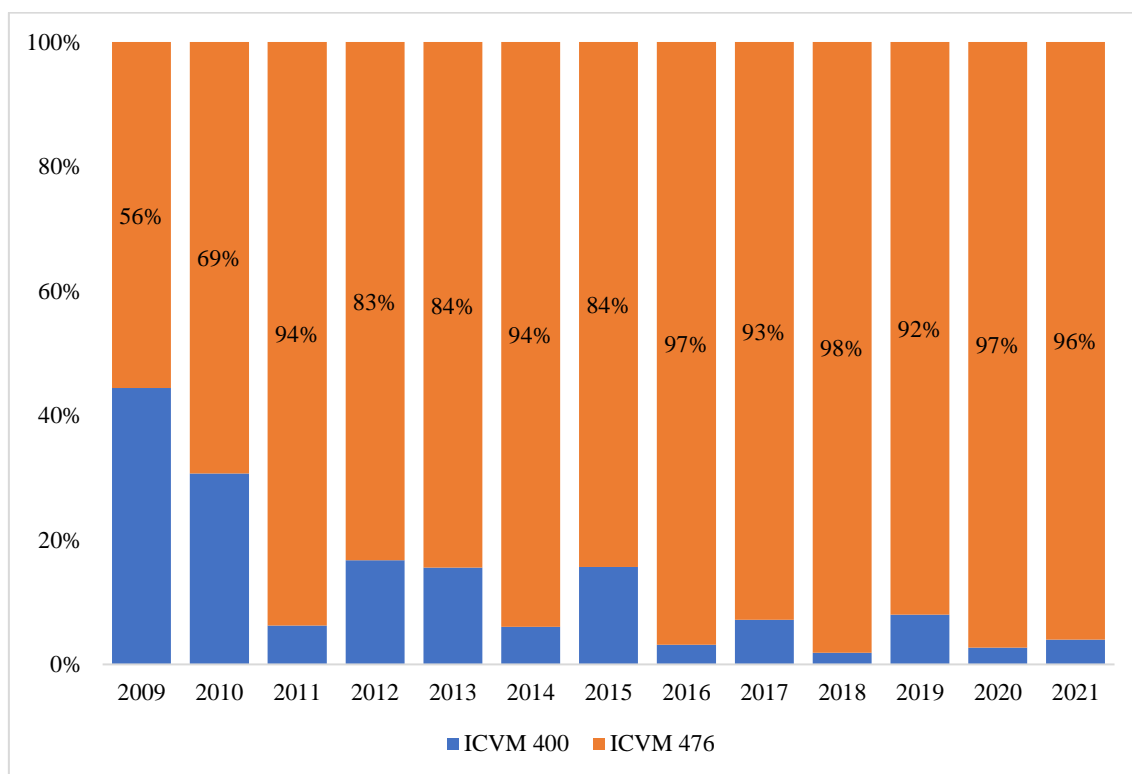
Gráfico 2: Volume de Emissões de Debêntures corporativas (apenas ICVM 400 e ICVM 400 + 476) – R\$ bilhões



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Em um contexto macroeconômico de crise financeira, pode-se observar que a publicação do ICVM 476 em janeiro de 2009 resultou em uma mudança profunda no mercado de dívida brasileiro, permitindo um crescimento maciço das ofertas primárias de títulos nos anos seguintes. Em 2009, quando o PIB brasileiro apresentou uma queda de -0,1%, as empresas captaram R\$ 27,6 bilhões por meio de debêntures, mais de três vezes o valor captado no ano anterior, R\$ 8,9 bilhões. Os títulos privados emitidos sob a nova regra atingiram R\$ 15,3 bilhões em 2009, representando 72,5% a mais de recursos do que o volume emitido em 2008, e representaram 55,6% do valor emitido naquele ano. A ICVM 476 não só permitiu um aumento significativo na emissão de debêntures, como também prevaleceu sobre a ICVM 400. A partir de 2009, a grande maioria das emissões de títulos foi realizada de acordo com a norma ICVM 476. O Gráfico 3 apresenta dados sobre a participação de cada tipo de oferta no valor total emitido por ano.

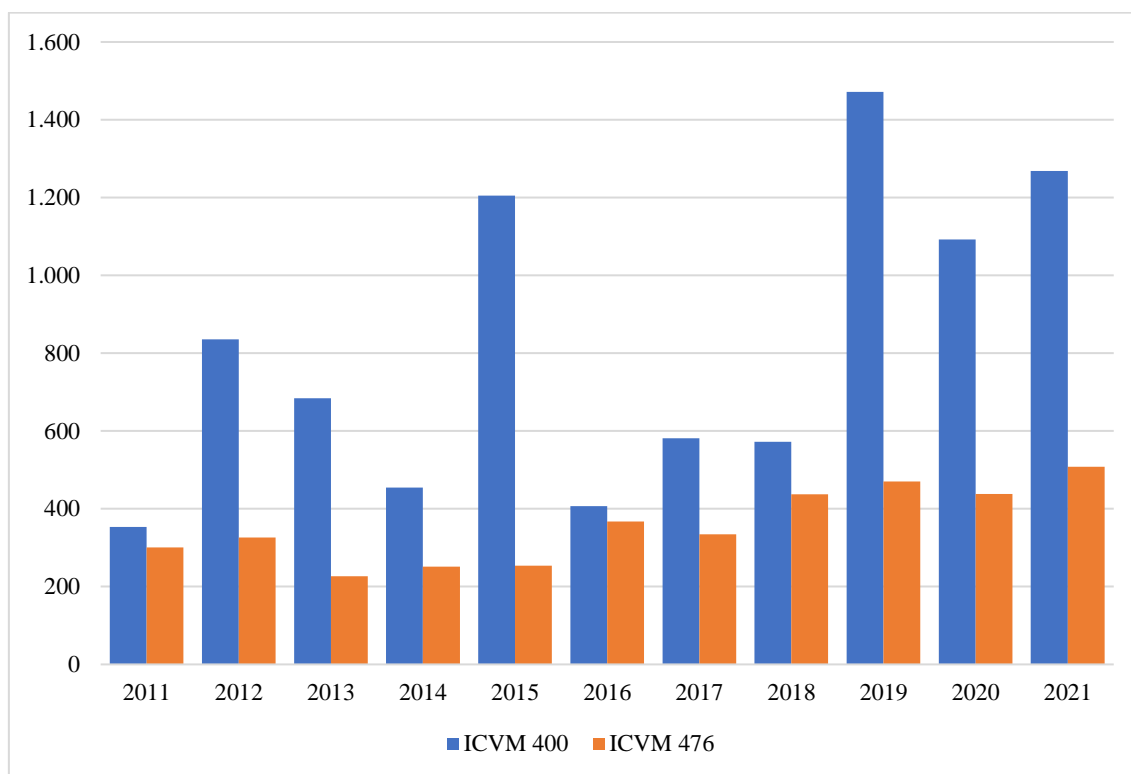
Gráfico 3: Participação no Volume de Emissões de Debêntures corporativas (ICVM 400 e ICVM 476) – em % do Total



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

A possibilidade de empresas de capital fechado levantarem capital por meio da emissão de títulos e a maior flexibilidade introduzida pela ICVM 476 transformaram o mercado de dívida brasileiro. Em 2009, as emissões do mercado restrito já representavam 55,6% do valor emitido no ano. A adoção da modalidade prosseguiu rapidamente, representando 96,8% do número de emissões dos últimos 10 anos. Apesar da predominância da ICVM 476 nas emissões de debêntures, 3,2% das emissões dos últimos 10 anos seguiram a regulação mais antiga, indicando que algumas companhias deliberadamente escolheram usar a ICVM 400, apesar da sua maior complexidade. Como os títulos do ICVM 400 poderiam ser vendidos para qualquer tipo de investidor, esses títulos poderiam acessar um maior *pool* de capital, não se limitando a investidores profissionais, o que poderia explicar o uso dessa regulamentação em algumas ofertas. O Gráfico 4 apresenta a diferença do volume médio entre as duas modalidades de ofertas. Nos últimos 10 anos, enquanto o volume médio de captação da ICVM 476 foi de R\$ 380,3 milhões, na ICVM 400 foi 2,2 vezes maior, com R\$ 846,8 milhões.

Gráfico 4: Volume médio por Emissões de Debêntures corporativas (ICVM 400 e ICVM 476) – R\$ milhões



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Esses resultados podem estar relacionados à maior complexidade e aos maiores custos do processo da ICVM 400, o que o tornou uma opção onerosa para pequenas emissões que não precisam acessar um grande *pool* de capital. Assim, a ICVM 400 ficou restrita a grandes emissões que precisavam acessar um número maior de investidores para completar seus financiamentos, bem como a empresas amplamente conhecidas do público, capazes de usar sua reputação para vender seus títulos. No entanto, a capacidade de acessar mais investidores não foi suficiente para dar preferência à antiga regra. Com efeito, devido à sua prevalência no mercado nacional, a ICVM 476 superou a ICVM 400 em número de emissões em todas as faixas de volume por emissão.

Os resultados desta seção apresentam conclusões relevantes sobre o impacto da ICVM 476 no mercado de dívida brasileiro. O volume de emissões anuais tem crescido vertiginosamente, não só pela maior flexibilização dos processos de emissão, mas também pelo acesso de empresas fechadas ao mercado de capitais. Dos R\$ 8,9 bilhões registrados em 2008, o volume de emissões por ano cresceu 210% já em 2009, chegando a R\$ 27,6 bilhões, e atingiu a marca inédita de R\$ 253,4 bilhões em 2021. Desde sua

publicação em 2009, a ICVM 476 tornou-se a opção preferencial das empresas emissoras, respondendo por 55,6% no primeiro ano de implementação, e apenas 3,6% do volume de títulos emitidos em 2020 e 2021 usaram a regra antiga.

Por fim, é necessário destacar alguns pontos conclusivos sobre a ICVM 476. Uma das críticas centrais à Instrução é a restrição do número de investidores para oferta e negociação apenas com qualificados. No caso específico das ofertas públicas com esforços restritos, diversos participantes sugeriram a flexibilização dos limites vigentes para a quantidade de investidores profissionais que podem ser contatados durante a oferta e subscreverem-na. Como efeito destas restrições, há a demanda pela contratação de garantia firme de colocação, especialmente para emissões de maior volume, ao lado dos bancos coordenadores que integram os custos de hedge derivados do intervalo de noventa dias, *lock-up*, de vedação à revenda.

Já outra consequência é o alcance reduzido das “ofertas 476” que passam a contar com “pouca participação de pequenas gestoras de recursos, clubes de investimento e pessoas naturais, resultando em menor liquidez do mercado secundário” (CVM, 2019, p. 86). Assim, inúmeros participantes passaram a contestar o critério utilizado para definir investidores qualificados. Baseando-se na premissa de que volume de investimentos financeiros não está necessariamente ligado ao entendimento sobre o mercado e os produtos, bem como tolerância a riscos, a crítica dos participantes é reforçada. Da mesma maneira, é importante reforçar a existência dos custos, classificados em quatro tipos: (i) taxas cobradas pelos bancos intermediadores; (ii) custos de classificação de crédito, rating; (iii) honorários de advogados e; (iv) mão de obra alocada.

Um dos destaques positivos é a importância da rapidez na oferta.

O tempo de emissão, em particular, foi apontado como o maior fator inibidor da captação de recursos via instrumentos de renda fixa no mercado doméstico. Embora exerça impacto sobre custos tangíveis com mão de obra alocada, o componente intangível do tempo de emissão diz respeito, nesta discussão, ao custo de oportunidade atribuído à velocidade do processo de emissão, o que leva o emissor a uma situação não ótima de trade-off entre obter recursos a menores taxas no mercado de capitais contra captar mais rápido de outras formas.

A dimensão do custo de oportunidade depende do setor e da natureza do negócio da companhia, mas são sobretudo os maiores emissores os mais afetados pelo tempo médio de emissão. Por um lado, o tempo requerido pela diligência cresce em função da complexidade da companhia, o que contribui para o alargamento do calendário. Quanto mais se alonga o processo de emissão, maior o risco de, ao final deste processo, aquela demanda por capitalização não corresponder mais às

necessidades da companhia ou, no limite, serem estourados os prazos definidos pelo conselho de administração ou assembleia para aquela capitalização. Longos prazos terminam por estimular que o grande emissor acesse o crédito bancário, mesmo que em situação de desvantagem de custos, ou outros mercados mais ágeis no exterior (CVM, 2019, p. 87).

2.3. Debêntures Incentivadas

Em dezembro de 2010, foi apresentada a Exposição de Motivos Interministerial 194 à Presidência da República. No documento, foram apresentados argumentos para a edição da Medida Provisória 517/2010 que incluía a necessidade de viabilizar a construção de um mercado privado de financiamento de longo prazo para projetos de maior maturação perpassando pela participação mais significativa da iniciativa privada como fonte *complementar* de *funding*.

A justificativa também ressaltava que o governo, bancos públicos e o BNDES não poderiam continuar como promotores quase exclusivos de tais recursos, sob risco de minar a capacidade do país de sustentação do crescimento. Frente à necessidade de desonerar a máquina estatal e, ao mesmo tempo, de promover o mercado de financiamentos brasileiro, a Exposição 194 urgia pela adoção de medidas estímulo ao surgimento do mercado de financiamento de longo prazo, não focadas apenas no barateamento ou no fomento de novas emissões, mas também no desenvolvimento do mercado secundário de negociação desses títulos (BRASIL, 2010).

Por outro lado, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), em análise de seus próximos passos alicerçada nas condições macroeconômicas, apesar de reconhecer a escala crescente dos investimentos ao desenvolvimento com estabilidade e que o crescimento da economia dependia à época de altos volumes de “projetos em infraestrutura e energia intensivos em capital e com longos prazos de manutenção que requerem que [o banco] continue tendo uma presença relevante no financiamento de longo prazo” (ALÉM; GIAMBIAGI, 2010, p. 33), reconheceu a insuficiência de circunscrever estes elementos à sua esfera de influência.

Segundo o banco, a manutenção da escala de desembolsos no patamar então vigente implicaria em um desafio de complementação de fontes de *funding*, fazendo-se necessário “o desenvolvimento de meios e bases privadas de crédito e de poupança para compartilhar com o BNDES o aumento da escala e da participação do investimento sobre o PIB” (ALÉM; GIAMBIAGI, 2010, p. 33). Desse modo, o BNDES declaradamente

reconhecia que, de modo a aumentar o investimento, fator crucial para o desenvolvimento do país, era necessária a expansão da capacidade privada doméstica de financiar a ascensão dos investimentos.

Em 2011 foi instituída a Lei nº 12.431, como uma iniciativa do governo brasileiro para ampliar as alternativas de financiamento da economia e promover o mercado de capitais como fonte de recursos de longo prazo, especialmente para projetos de infraestrutura (ANBIMA, sd). Em termos tributários, o primeiro artigo da regulamentação instituiu a redução a zero a alíquota do imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos “quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior, exceto em país que não tribute a renda ou que a tribute à alíquota máxima inferior a 20%” (BRASIL, 2011).

Já o artigo segundo determinava que, no caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico, os rendimentos auferidos por pessoas físicas ou jurídicas, residentes ou domiciliadas no país, estão sujeitos à incidência do imposto sobre a renda (IR). Nesses casos, foi determinado 15% sobre o IR para pessoas jurídicas e reduziu-se a alíquota a zero para pessoas físicas. Tal isenção também seria aplicável aos rendimentos auferidos por cotistas de fundos de investimento que possuíssem ao menos 85% do valor do patrimônio líquido aplicado nas debêntures de infraestrutura.

Ao mesmo tempo, a Lei encerrou entraves legais e tributários, como a questão da bitributação dos rendimentos periódicos, que impactavam o mercado secundário de debêntures. O artigo quinto a norma encerrou a distorção existente na legislação do IR incidente no pagamento de cupons. Segundo Torres e Macahyba (2012, p. 57 apud Fernandes, 2020), até então:

se o investidor adquirisse no mercado secundário um título que pagasse rendimentos periódicos, seria penalizado pela bitributação do rendimento, já que o imposto era recolhido pro rata tempore no momento em que o papel trocava de proprietário e novamente, pelo seu valor integral, na data do pagamento do cupom, em geral realizado semestralmente pelo emissor.

Já com relação às restrições impostas pela Lei, as debêntures incentivadas, de modo a serem elegíveis ao benefício, necessitariam cumprir algumas exigências específicas como:

§ 1º (...) os títulos ou valores mobiliários deverão ser remunerados por taxa de juros pré-fixada, vinculada a índice de preço ou à Taxa Referencial – TR, vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós-fixada [...].

I - Prazo médio ponderado superior a 4 (quatro) anos;

II - Vedação à recompra do título ou valor mobiliário pelo emissor ou parte a ele relacionada nos 2 (dois) primeiros anos após a sua emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento;

III - Inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador;

IV - Prazo de pagamento periódico de rendimentos, se existente, com intervalos de, no mínimo, 180 (cento e oitenta) dias;

V - Comprovação de que o título ou valor mobiliário esteja registrado em sistema de registro devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM [...];

i) Remuneração por taxa de juros pré-fixada ou vinculada a índice de preço ou à Taxa de Juros Referencial (TR), sendo vedada a utilização de taxas de juros pós-fixadas;

ii) Prazo médio ponderado mínimo de quatro anos;

iii) Vedação à recompra do papel pelo emissor nos dois primeiros anos após sua emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento;

iv) Inexistência de compromisso de revenda pelo comprador;

v) Intervalo mínimo de pagamento periódico de rendimentos, caso existente, de 180 dias;

vi) Ter registro e negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários (Brasil, 2011).

Para além das características específicas apresentadas acima, o texto normativo exige uma divulgação simplificada que demonstre o compromisso de alocar os recursos captados em gastos, despesas ou dívidas relacionados aos projetos de investimento. Tais informações seriam divulgadas no prospecto preliminar da oferta pública, onde é possível encontrar na seção de “Destinação de Recursos” detalhes como: objetivo do projeto; prazo estimado de início e encerramento dos investimentos; fase atual do projeto; volume estimado de recursos financeiros necessários para realização do projeto; valor das debêntures que será destinado ao projeto e; percentual dos recursos financeiros.

A Tabela 2 reúne os elementos mencionados, tomando a 10ª emissão de debêntures da Autopista Litoral Sul S.A. como exemplo.

Tabela 2: Destinação dos recursos das debêntures da 1ª série da 10ª emissão de debêntures da Autopista Litoral Sul S.A.

Objetivo do Projeto	Execução e implantação do Contorno Viário de Florianópolis que abrange uma extensão total de 50 (cinquenta) quilômetros, com pista dupla, 6 (seis) acessos por trevos, 4 (quatro) túneis, 7 (sete) pontes e mais de 20 (vinte) passagens em desnível e tem como objetivo desviar o tráfego de longa distância do eixo principal da BR-101/SC.
Data de início do Projeto	2014.
Fase atual do Projeto	Em andamento.
Data estimada para o encerramento do Projeto	2023.
Volume estimado de recursos financeiros necessários para a realização do Projeto	Os investimentos totais aplicados no Projeto estão estimados em, aproximadamente, R\$ 4.132.000.000,00.
Valor da emissão que será destinado ao Projeto	Até R\$2.000.000.000,00.
Percentual dos recursos financeiros necessários ao Projeto provenientes das Debêntures da Primeira Série	48%

Fonte: Elaboração própria baseado no esquema disponível no site da empresa Arteris.

O Decreto nº 8.874/2016, que regulamenta o benefício fiscal das debêntures incentivadas, contempla, na atualidade, sete setores: logística e transporte; mobilidade urbana; energia; telecomunicações; radiofusão; saneamento básico e irrigação.

As debêntures incentivadas de projetos de infraestrutura trouxeram efeitos consideráveis para o mercado brasileiro. Essencialmente, debêntures de projetos estão sob o guarda-chuva de financiamentos de projetos (*project finance*) ou seja, “a captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável” (WAJNBERG, 2014, p. 341). Neste caso os fornecedores de recursos acompanham o fluxo de caixa vindo do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço de seus créditos e empréstimos e conferem retorno sobre o capital investido no projeto. Daniel Wajnberg (2014) em análise sobre *project finance* ressalta dois aspectos-chave que o diferenciam de outras formas convencionais de financiamento, a saber: no financiamento de projetos, o projeto de investimento “é uma entidade jurídica separada de seus patrocinadores, segregando o patrimônio, ativos e fluxo de caixa do

projeto por meio de uma sociedade de propósito específico (SPE)” (WAJNBERG, 2014, p. 341); e o projeto deve preferencialmente ser autossustentável economicamente, em outras palavras, o fluxo de caixa esperado do projeto deve ser a principal ou única fonte de recursos para a execução das obrigações financeiras da SPE. Assim, a SPE não tem permissão para fazer novas captações além das previstas na estruturação do financiamento e captações menores para financiar suas operações, de giro (WAJNBERG, 2015).

As debêntures emitidas no contexto de *project finance* são constituídas de forma personalizada, com volumes, prazos e cronogramas de amortização compatíveis e proporcionais à capacidade de pagamento do projeto, lançando mão de covenants de índices de cobertura do serviço da dívida (ICSD) para o dimensionamento do financiamento (WAJNSBERG, 2015). Para além disso, o *project finance* permite a alocação dos riscos do projeto entre atores que tenham mais condições de gerenciá-los. Majoritariamente, credores do projeto não estão dispostos a assumir grandes riscos operacionais e/ou de construção, assim os *sponsors* e outras partes envolvidas precisam oferecer garantias de que:

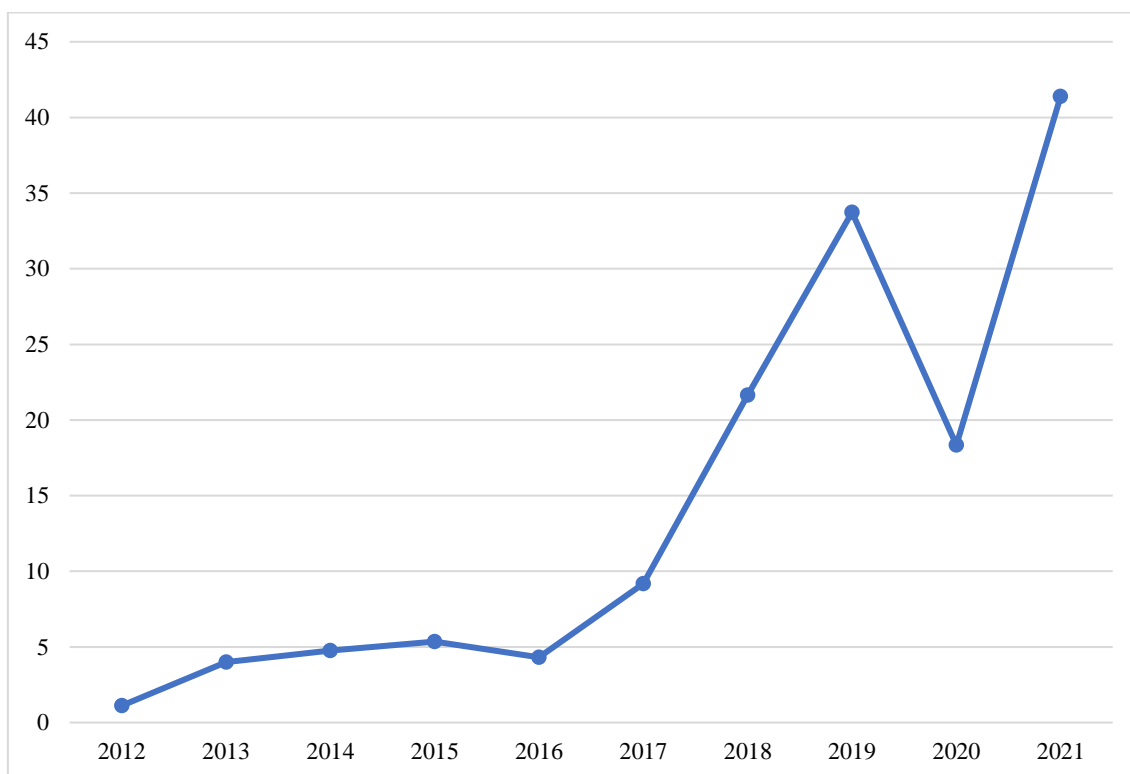
(i) o projeto será concluído ou, caso isso não ocorra, a dívida seja inteiramente quitada; (ii) o projeto, depois de concluído, vai gerar caixa suficiente para cobrir o serviço da dívida; e (iii) o projeto vai continuar pagando o serviço da dívida mesmo se, por algum motivo, a operação do projeto for interrompida. (WAINBERG, 2014, p. 342).

Como garantias e covenants requeridos pelos credores, destaca-se, em primeiro lugar, o compromisso dos bancos, mediante a fiança ou aval, dos *sponsors*, por intermédio de fiança ou *Equity Support Agreement* (ESA) ou dos empreiteiros, via contrato de *engineering, procurement and construction* (EPC), em cumprir as obrigações da dívida caso o projeto não seja finalizado. Em segundo lugar, são garantidas restrições a retiradas de recursos da sociedade de propósito específico que possam afetar a capacidade do projeto de pagar suas dívidas, compreendendo limites no pagamento de dividendos e o estabelecimento de *escrow-accounts* que bloqueiam parte do caixa da SPE. Por fim, há a garantia de cessão dos financiamentos de todas as receitas a posteriori, ativos e direitos emergentes do projeto e seguros em caso de ocorrências inesperadas como desastres naturais (WAJNBERG, 2014).

Ao longo do tempo, o volume das debêntures incentivadas aumentou significativamente, a despeito de um começo tímido para as pretensões da medida. Em

análise da ANBIMA (2017, 2019), o volume anual de recursos captados por firmas de infraestrutura com títulos livres de tributos era de R\$ 1,1 bilhão em 2012 e passou a R\$ 4,3 bilhões em 2016. Em 2017, as emissões mais do que dobraram, chegando a R\$ 9,2 bilhões. O quadro de deterioração fiscal que motivou a mudança nas políticas operativas do BNDES, a saber, a redução dos subsídios estatais, aumento das taxas de juros sobre empréstimo e redução da disponibilidade de recursos para novos projetos também levou as empresas a buscarem outras fontes privadas de financiamento. Apesar de um recuo significativo de emissões em 2020, em virtude da crise global da Covid-19, o mercado apresentou uma forte recuperação em 2021, fechando o ano com o recorde de emissões de R\$ 41,4 bilhões. O Gráfico 5 apresenta o volume de títulos privados isentos de impostos emitidos anualmente no mercado brasileiro, com base na Lei nº 12.431, 2011, artigo 2º.

Gráfico 5: Volume de debêntures incentivadas emitidas anualmente no mercado brasileiro (em R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Apesar dos avanços e resultados destacados acima, há ao menos quatro críticas significativas à Lei nº 12.431 e seus pormenores. Um primeiro ponto necessário de debate

é a demora no processo de autorização dos projetos. Quando a legislação foi formada, seu racional era a obtenção de financiamentos com prazos mais longos e complementares aos recursos oferecidos pelos bancos públicos e privados para novos investimentos em infraestrutura. Ainda que se tenha observado o aumento no volume das emissões de debêntures de infraestrutura, tal variável se mostrou significativamente menor que os autorizados, segundo análise de Marcelo Allain em documento para o IPEA (2019). De 2012 a outubro de 2018, “houve 782 portarias autorizadas, mas apenas 338 projetos que efetivamente emitiram debêntures, (...) [e] do Capex total autorizado a ser financiado por debêntures de R\$ 387 bilhões, apenas R\$ 227 bilhões vieram a utilizar de fato debêntures de infraestrutura em sua estrutura financeira” (ALLAIN, 2019). Nesses casos, especula-se que a demora no processo de autorização ministerial e pela CVM aos projetos provocou a perda da “‘janela favorável’ à emissão no mercado de capitais, ou porque outras fontes acabaram financiando o projeto” (ALLAIN, 2019, p. 10).

O segundo ponto crítico aponta para as proibições de *debt management*. A Lei nº 12.431 proíbe a utilização dos recursos para quitação de dívidas, permitindo apenas o uso das debêntures para quitação de dívidas contraídas nos últimos 24 meses, em operações de empréstimos-ponte. A utilização de uma emissão de debêntures após o ganho de autossustentabilidade financeira do projeto, *completion* financeiro, destinada ao pagamento de dívidas contraídas cinco anos antes, por exemplo, não é viável por lei. Nas palavras de Allain (2019, p. 13):

O fomento do mercado de capitais passa justamente pela possibilidade de as empresas o utilizarem para fazer gestão de dívidas (*debt management*), por exemplo, emitir debêntures incentivadas para pagar uma dívida bancária ou com BNDES. Inclusive, como discutido anteriormente, a atuação desejada do BNDES, para os anos vindouros, é de mais fomento (por prazos críticos do empreendimento) e menos financiamento (com caixa) de projetos por toda sua vida. Isso requer a facilidade de a empresa emitir títulos – muitas vezes após atingir o *completion* financeiro – para pré-pagar o BNDES. Assim, a sugestão é rever a restrição ao uso de recursos na Lei no 12.431/2011, art. 1º, § 1º C, permitindo a destinação para quitação de dívidas contraídas anteriormente, sem limite de prazos.

Para além disso, em diálogo direto com o primeiro ponto, são observadas práticas de seletividade e desvio de recursos. A redução da alíquota do imposto de renda para um fragmento do mercado tem como consequência a atração de recursos de diversos setores do “mercado financeiro para o ativo beneficiado até que o retorno se equilibre em um

patamar inferior” (BRAGANÇA, 2015). Desse modo, a companhia favorecida pode usufruir de um custo de captação menor, ainda que não esteja livre de externalidades negativas. O desvio de recursos para alguns investimentos leva ao possível aumento do custo de captação de outras aplicações: “a seletividade da política pode prejudicar investimentos que não são alvo do governo” (BRAGANÇA, 2015, p. 24).

Por fim, um último ponto de atenção para a legislação é a tributação. Ainda que seja possível na letra da Lei nº 12.431, a adesão de investidores externos nas ofertas de debêntures em questão se mostra relativamente baixa e representou aproximadamente 7% da demanda primária total desde 2012. Esses dados apontam para uma percepção de que os retornos associados ao risco de crédito e ao diferencial de liquidez no mercado doméstico estão “desarbitrados em relação aos mercados *off-shore* de bônus corporativos” (BNDES, 2019, p. 28). Mais especificamente:

Na prática, os preços que atraem demanda doméstica de pessoas físicas e pessoas jurídicas tributadas pelo lucro real, comprimidos em níveis absolutos em função dos benefícios, não são suficientes para sancionar os spreads de *break even* dos investidores externos. Essa desarbitragem é reforçada pelo fato de os investidores não residentes serem isentos na aquisição de títulos públicos no mercado local, ao contrário dos investidores domésticos (BNDES, 2019, p. 28).

Por outro lado, os fundos de pensão, demandantes de elevada duração, usualmente acabam ficando de fora do mercado de instrumentos incentivados como consequência das regras tributárias. A tributação gera baixa atratividade relativa dos retornos brutos ajustados ao risco, já que os investidores institucionais já são isentos na aquisição de títulos públicos. Desse modo, seria ilógico a aquisição de debêntures incentivadas, agregando risco de crédito e menor liquidez do que os títulos do Tesouro Direto em IPCA (NTN-B), em termos de retorno bruto, percebido como adequado para os demais investidores.

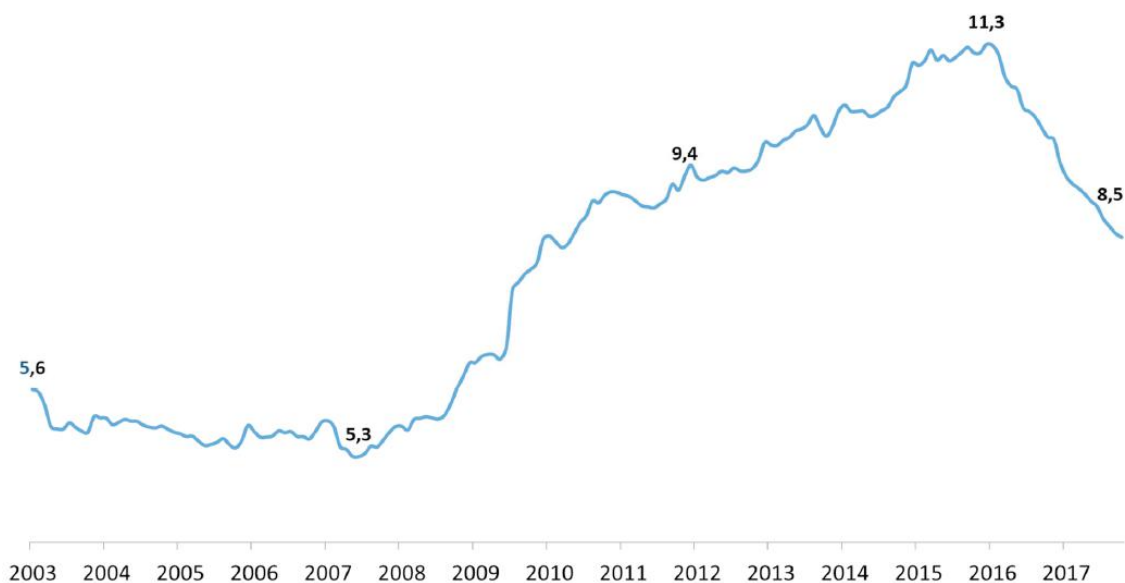
Com a proliferação de regimes de tributação diferenciados para alguns instrumentos, há a formação de preços diferentes para ativos que são “essencialmente idênticos, conforme o tratamento tributário aplicável e do perfil da distribuição primária observado nas ofertas incentivadas” (BNDES, 2019, p. 28). Assim: “a segmentação “artificial” e a fragmentação excessiva dividem um mercado potencial já de baixa/média profundidade em diversos bolsões de liquidez ainda menos profundos, acabando por ir contra o intuito de desenvolvimento dos mercados de renda fixa” (BNDES, 2019, p. 29).

2.4. Redimensionamento do papel do BNDES

Em paralelo à discussão acima, o papel do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no mercado de crédito brasileiro sofreu importantes mudanças nos últimos anos. De 2003 a 2013, o mercado observou uma expansão de crédito muito forte, a princípio impulsionada por bancos privados nacionais por meio de inovações institucionais e burocráticas, como, por exemplo, crédito consignado e a alienação fiduciária para imóveis. Até 2008, as instituições privadas demonstraram maior agilidade para receber a demanda por crédito em expansão, especialmente no setor familiar, e foram capazes de oferecer rapidamente novos produtos financeiros direcionados a esses públicos.

No entanto, a chegada da crise financeira de 2008 provocou um movimento de maior ponderação levando o sistema bancário público a procurar espaço no mercado por meio de uma política de crédito anticíclica apoiada pelo governo (TORRES, 2017, p. 10). Durante o período, o BNDES auxiliou na sustentação do financiamento dos projetos de investimento em voga de modo a remediar a retração defensiva do mercado por parte dos bancos privados e do contexto externo. Como corolário deste movimento, a participação do BNDES no crédito total cresceu de 15,6%, na metade de 2008, para mais de 20% em 2010. Nesse sentido, o volume de crédito estimulado pelo BNDES se tornou o principal fator de expansão do mercado. Segundo Torres (2018, p. 9), “o saldo de suas operações saltou de 5,3% para 9,4% do PIB”, como demonstrado no Gráfico 6.

Gráfico 6: Saldo das Operações de Crédito do BNDES (Crédito do BNDES frente ao PIB (%))

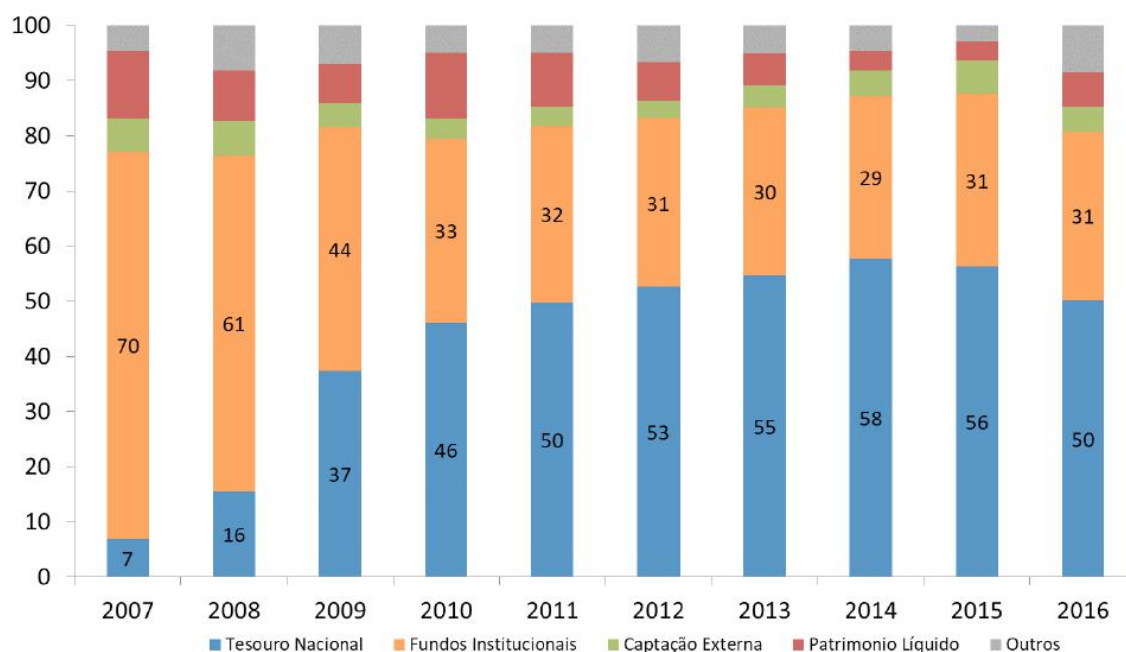


Fonte: (Torres, 2018, p. apud Banco Central do Brasil, 2017)

Com a manutenção do estado de desaceleração da economia pós-2008, o governo prolongou os programas anticíclicos de crédito, com taxas de juros intensamente subsidiadas, como no Programa de Sustentação do Investimento (PSI). Os créditos foram estendidos sob taxas de juros fixas abaixo do custo do *funding* do BNDES, que, por sua vez, já era inferior à taxa Selic, em razão do subsídio explícito do Tesouro Nacional. A superatração de crédito do BNDES comprimiu a demanda além da capacidade de oferta dos fundos parafiscais, que historicamente financiam a instituição, como o FAT e o PIS-PASESP. Nessa conjuntura, o governo emitiu um grande número de títulos públicos de modo a manter sua política de juros baixos, resultando em um aumento exponencial da proporção do Tesouro Nacional participando diretamente da estrutura de financiamento do BNDES.

Em 2007, o BNDES tinha um ativo total de R\$ 202,6 bilhões, dos quais R\$ 13,9 bilhões eram recursos do Tesouro, menos de 7%. Em 2015, esses números eram respectivamente, R\$ 930,6 bilhões e R\$ 523,7 bilhões, ou seja 56,1% (BNDES, 2016b). Isso significa dizer que o Tesouro respondeu por 70% de todo o aumento dos créditos do BNDES no período. Como essa captação era feita através do lançamento de títulos públicos a custos de mercado, a diferença entre a taxa SELIC e a taxa TJLP praticada pelo Banco, mais baixa, foi automaticamente absorvida pela União (Torres, 2017, p. 11).

Gráfico 7: Composição das Fontes de Recursos do BNDES (%)



Fonte: (Torres, 2018, p. apud BNDES, 2017).

Com as taxas subsidiadas do BNDES impossibilitou-se quase que completamente a competição do mercado de capitais com o direcionamento de crédito. Por outro lado, este encaminhamento originou uma circunstância ambígua onde as taxas no mercado livre se apresentavam mais altas do que em situações sem a existência do direcionamento. Esse processo tornou as poucas linhas de longo existentes menos cativantes e atrativas. Com base no argumento de reparar a fissura de mercado, a falta de financiamento a longo prazo, a própria falha foi intensificada. Criou-se um ciclo vicioso que aprimorou a presença do BNDES enquanto coibia o mercado de capitais (ANBIMA, B3, 2019, p. 18).

Durante os mandatos de Lula (2003-2007 e 2008-2011), em especial no segundo mandato, a atuação do BNDES se alicerçou no propósito da promoção da conglomeração da economia via uma política de incentivo aos “campeões nacionais”. Nesse sentido, a atuação do BNDES tem sido alvo de muitos debates nos últimos anos. Além da diferença entre juros pagos pelo Tesouro e os juros adotados pelo BNDES, limitando a “livre concorrência” e a evolução do mercado de capitais, alguns analistas salientavam prejuízos advindos da falta de transparência e planejamento adequado das operações do banco, algo que favorecia algumas firmas atuantes em esferas com pouca inovação e valor agregado. Em entrevista ao IBASE, o ex-Secretário do Tesouro Nacional Mansueto Almeida (2009

apud Souza, 2012) ressaltou que a função de um banco público de desenvolvimento não poderia ser semelhante à de um banco privado de investimento, promovendo o financiamento de projetos com recompensas individuais elevadas, em setores onde as companhias são competitivas e, desse modo, já possuíam capacidade de levantar recursos no mercado privado sem auxílio público do BNDES, como seria o caso das grandes empresas produtoras de commodities agrícolas e minerais.

Mansueto salientou que o objetivo da instituição deveria ser o financiamento de projetos com potencial elevado de retorno social ou em setores de maior risco, direcionando os recursos para investimento em inovações como companhias voltadas à promoção de tecnologias limpas, empresas comprometidas com projetos de infraestrutura, como obras de saneamento básico e construção de vias de metrô e transporte público de massa, de forma não exaustiva. Concomitantemente, Almeida itera que a atuação de apoio a companhias *mainstream* e tradicionais como nos setores de petróleo, mineração e agronegócio pelo BNDES era incongruente e contraditória com o propósito de gerar externalidades positivas no modo de aprendizado e diversificação tecnológica (Souza, 2012, p. 3).

A visão crítica à atuação do BNDES no período também foi destacada pelos pesquisadores Sérgio Lazzarini (Insper), Aldo Musacchio (Harvard), Rodrigo Bandeira-de-Melo (FGV) e Rosilene Marcon (Univali) que alegaram que as empresas que elegiam mais representantes políticos tinham maior probabilidade de ganhar recursos do Banco. No trabalho de Lazzarini (2015, p. 27) foi constatado que um donativo extra para um deputado vencedor aparentemente aumentava os empréstimos em cerca de US\$ 45,9 milhões e, com base em uma análise da literatura, examinou-se que o comportamento de crédito de bancos estatais é alinhado de alguma maneira à visão política. Este relacionamento aproximado com o governo, no entanto, não é exclusivo de terras verde-e-amarelas, ainda que em proporções diferentes (Bandeira-de-Melo, 2011). Enquanto empresas americanas investem o equivalente a 1% do que aplicam em pesquisa e desenvolvimento em campanhas políticas, no Brasil, as empresas investem o equivalente a quase 5% de sua verba de pesquisa em doações de campanha (FRIEDLANDER, 2011).

Logo, a conclusão desse fragmento da literatura argumentava que os bancos públicos alocavam empréstimos equivocadamente, já que visavam empresas com base em critérios políticos e não na competência particular de cada projeto. Ainda que não tenha sido constatado nenhum aumento consistente de lucratividade, valorização de

mercado ou investimento entre as companhias que recebiam recursos do BNDES, os empréstimos do Banco reduziam significativamente os seus gastos financeiros em razão dos subsídios que as acompanham. Desse modo, o corolário dos créditos subsidiados passou a representar uma simples transferência do governo para os acionistas de empresas com empréstimos.

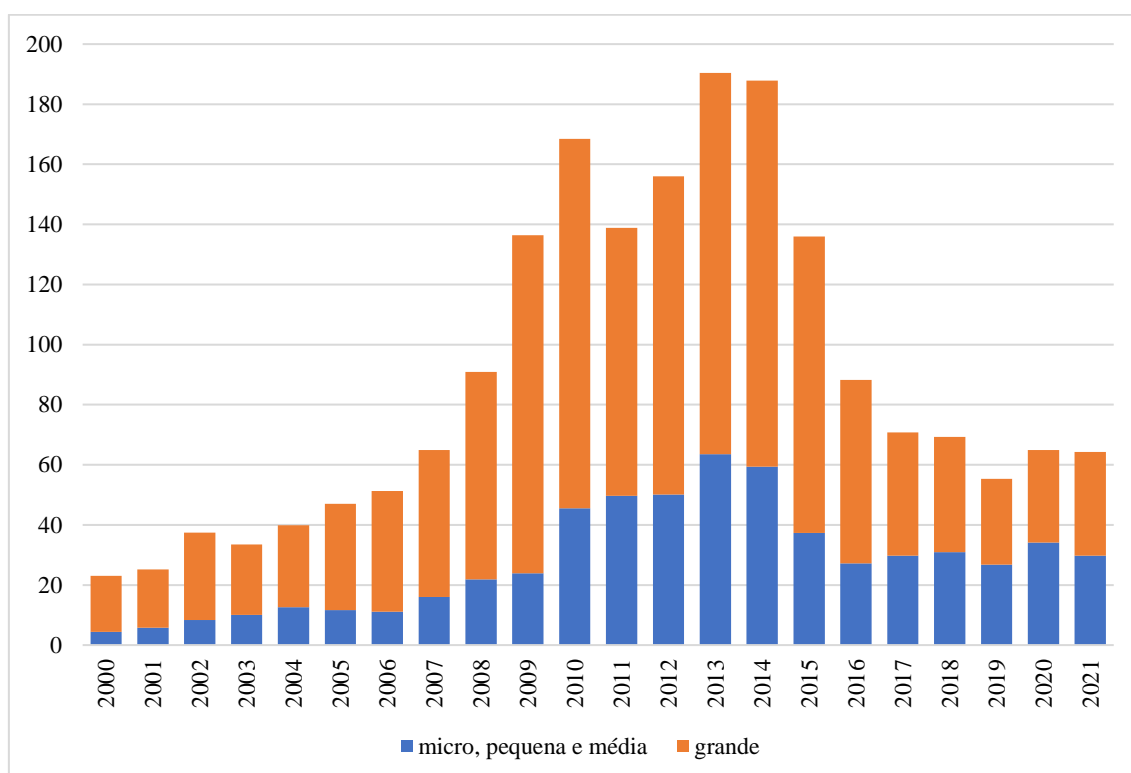
Por outro lado, uma crítica adicional e comum à política do BNDES disserta sobre a possibilidade do financiamento do Banco poder gerar distorções nos mercados de crédito. No pós-2002, a proporção de recursos do BNDES provenientes diretamente do Tesouro aumentou significativamente e foram financiados com novas dívidas públicas, para as quais o governo precisou pagar taxas de mercado acima da TJLP subsidiada cobrada pelo BNDES em seus empréstimos. Ainda que houvesse argumentos que reiteravam que a receita fiscal adicional gerada por novos investimentos poderia compensar as taxas bonificadas, foi percebido que as transferências do Tesouro estavam aumentando a dívida pública e que a futura formação de capital fixo poderia vir de fontes privadas de capital (LAZZARINI, 2015, p. 12).

Desse modo, o modelo de financiamento que sustentou o crescimento econômico brasileiro em boa parte do século XX se mostrou incapaz de manter a concentração do crédito de longo prazo às empresas no Brasil em razão do custo que suas operações subsidiadas somavam para um país à época fiscalmente fragilizado. O dismantelamento dos programas anticíclicos com elevado subsídio se iniciou em 2016 e, motivados pelo ajuste fiscal iniciado, foram extintos. A chegada de Michel Temer à presidência em 2016 foi mais um catalisador para o aprofundamento da descontinuidade das políticas do Banco já que além de preservar o término dos programas, reduziu as participações do BNDES e promoveu a antecipação do vencimento dos empréstimos concedidos pelo Tesouro ao Banco.

Foi inicialmente estabelecido que o BNDES aceleraria a amortização desses créditos no valor global de R\$ 100 bilhões em três anos. Posteriormente, optou-se por realizar o pagamento da soma total em dezembro de 2016. Trata-se de um montante equivalente a cerca de 20% do saldo dos aportes realizadas pela União no BNDES desde 2007. Em termos de fluxo, no entanto, o impacto é ainda maior, pois chegou a superar o volume de desembolsos realizados ao longo de todo o ano de 2016 (R\$ 88 bilhões) (TORRES, 2017, p. 11).

Como resultado das medidas supracitadas houve, em 2016, uma queda nos valores das liberações de recursos do Banco, como é possível observar no Gráfico 8. Desse modo, o desembolso total do BNDES, que anteriormente atingiu R\$ 188 bilhões em 2014, passou a R\$ 88,3 bilhões em 2016. De acordo com dados do CEMEC (2018), a participação do Banco na matriz de financiamento também reduziu drasticamente, saindo da média de 14,3% no período de 2010 a 2014 para 5,3% em 2017.

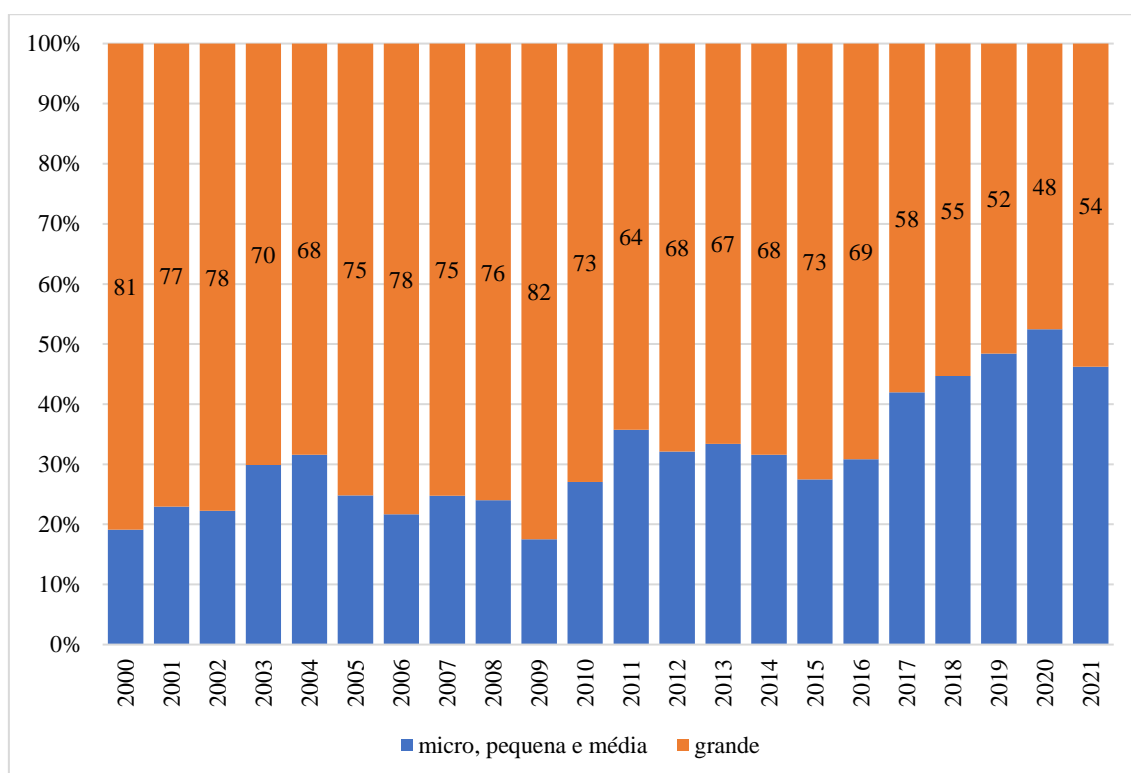
Gráfico 8: Volume de desembolsos do BNDES por porte das empresas (R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria com dados do BNDES.

O banco de desenvolvimento também revisou sua política de fomentador dos “campeões nacionais”, como é possível observar no Gráfico 9. O percentual de desembolso para empresas grandes reduziu de 72,5% em 2015 para 53,8% em 2021. Como comparativo mais amplo, a média de dispêndios para grandes empresas no período de 20 anos entre 1996 e 2015 foi de 76,0%, enquanto nos seis anos seguintes entre 2016 e 2021 a média caiu drasticamente para 55,9%.

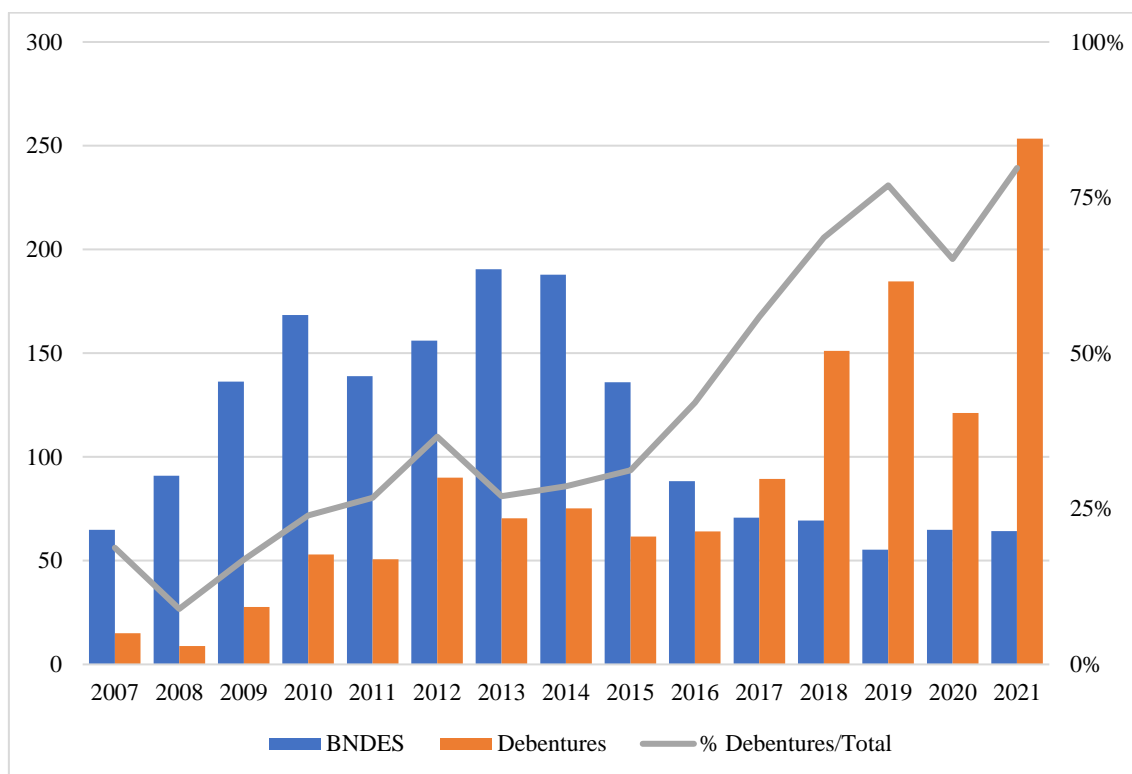
Gráfico 9: Distribuição de desembolsos do BNDES por porte das empresas (%)



Fonte: Elaboração própria com dados do BNDES.

A menor disponibilidade de recursos e a mudança das políticas operacionais do Banco empurrou os tomadores para o mercado de debêntures e outras fontes alternativas de recursos, marcando o fim de uma concentração de crédito que acabava por limitar a profundidade e evolução desse instrumento como fonte de financiamento. O avanço sem precedentes do mercado de títulos de crédito corporativo fica claro no Gráfico 10. Em 2017, o financiamento via mercado de capitais captou R\$ 89,4 bilhões, superando pelo primeiro ano completo o desembolso do BNDES, de R\$ 70,8 bilhões. A evolução do percentual das emissões de debêntures sobre o comparativo com BNDES também ilustra a ascensão do mercado financeiro sobre o banco de desenvolvimento, saltando de 31,2% em 2015, ano anterior a mudança das políticas operacionais do banco, para 79,8% em 2021.

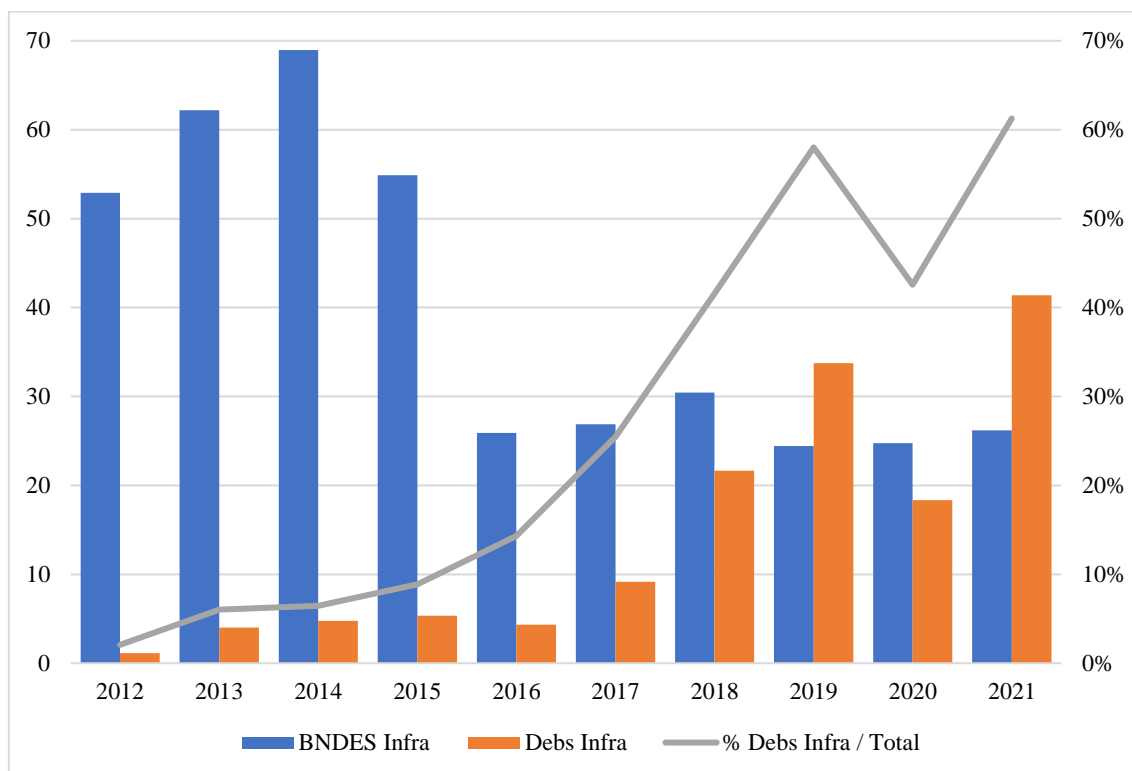
Gráfico 10: Razão das debêntures sobre o somatório com os desembolsos do BNDES (emissões e desembolsos em R\$ bilhões, razão em %)



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA e do BNDES.

Por outro lado, como visto no subcapítulo anterior, a Lei 12.431 introduziu uma alternativa para o financiamento de projetos de infraestrutura, que tinham o banco de desenvolvimento como principal fonte de recursos. Conforme ilustrado no Gráfico 11, esse instrumento ganhou grande relevância nos últimos anos, especialmente após a mudança das políticas do BNDES, atingindo o mesmo patamar de desembolsos com infraestrutura do banco no terceiro trimestre de 2019. As emissões tiveram uma taxa de crescimento anual composta de 98,4% entre 2016 e 2019. Para além disso, o percentual das emissões de debêntures de infraestrutura sobre o comparativo com os desembolsos do BNDES em infraestrutura progrediu de 8,9% em 2015 para 61,3% em 2021.

Gráfico 11: Razão das debêntures de infraestrutura (Art. 2º) sobre o somatório com os desembolsos do BNDES em infraestrutura (emissões e desembolsos em R\$ bilhões, razão em %)



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA e do BNDES.

2.5.Síntese

A soma das seções do presente Capítulo procura demonstrar que os avanços das políticas públicas viabilizaram o progresso do mercado de debêntures no país. A ICVM nº 476 transformou o mercado de dívida brasileiro com a possibilidade de empresas de capital fechado levantarem capital por meio da emissão de títulos e a maior flexibilidade introduzida por essa instrução. O rápido progresso na adoção da oferta restrita confirma o sucesso da modalidade no mercado de capitais e a análise do volume médio de captação de cada tipo de oferta explica o fator de escolha das empresas pela ICVM 400 para grandes emissões, apesar da maior complexidade da antiga instrução. Não obstante, apesar do incontestável sucesso da ICVM 476, foi possível identificar importantes lacunas da instrução que poderiam aperfeiçoar o mercado de dívida corporativa no Brasil, como a restrição do número de investidores que podem subscrever as ofertas e a negociação apenas com *investidores qualificados*. Essas restrições reduzem a participação dos investidores institucionais e das pessoas físicas, limitando a capacidade das empresas de emitirem ofertas a custos menores e a prazos maiores, além de reduzir o

desenvolvimento do mercado secundário. Constatase, portanto, que o amadurecimento do mercado de debêntures depende do avanço dessas limitações.

Conclui-se que o mercado de capitais teve êxito no papel de complementar o exaurido domínio do BNDES como fonte exclusiva de financiamento para empresas. Após a mudança das políticas e redimensionamento do banco, as grandes companhias tradicionais que antes usufruíam dos amplos subsídios a baixíssimos custos financiados em grande parte por recursos do tesouro nacional passaram a recorrer ao mercado de capitais para captar recursos. Isso não só ressignificou a proposta do BNDES, que ampliou a participação dos desembolsos para empresas menores que não possuíam a mesma capacidade de acessar o mercado, como reduziu a competição que impossibilitava a atuação do mercado de capitais como fonte de crédito. A instituição da Lei 12.431 teve sucesso em auxiliar nessa complementação do mercado de crédito, ampliando a participação das debêntures como fonte de financiamento a infraestrutura através de incentivos tributários. A partir das transformações supracitadas, o mercado de debêntures brasileiro pode ganhar profundidade no país. Para entender como ocorreu essa evolução, o capítulo seguinte irá analisar sob diferentes aspectos as emissões primárias nos últimos onze anos.

3. EVOLUÇÃO E PERFIL DO MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL DE 2011 A 2021

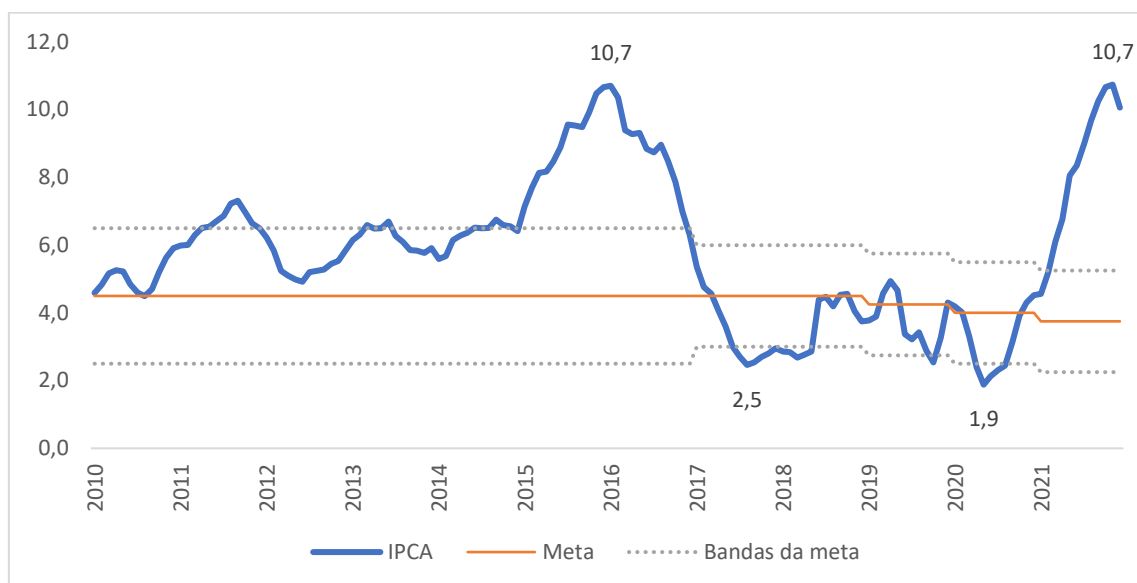
3.1. Introdução

Este capítulo busca analisar a evolução do mercado de debêntures ao longo do período de 2011 a 2021, contextualizando o desenvolvimento do segmento a partir dos aspectos macroeconômicos que marcaram o período de análise. A primeira seção apresenta a evolução macroeconômica do período, desde a matriz de políticas públicas que culminaram na recessão do país entre 2014 e 2016, até a recuperação mista da economia após a crise da pandemia do Coronavírus. A segunda seção investiga a evolução do mercado primário de debêntures corporativas no Brasil, aprofundando sob diferentes aspectos como volume, indexadores, prazo médio, destinação dos recursos, detentores, dentre outros enfoques que visam compreender se houve uma transformação no perfil dessas emissões ao longo dos últimos onze anos. Por fim, a terceira seção dá prosseguimento a mesma análise, focando exclusivamente na evolução das emissões de debêntures incentivadas.

3.2. Conjuntura Macroeconômica

Em 2011, o governo brasileiro adotou a Nova Matriz Econômica (NME) que incluía, dentre suas medidas, políticas de intervenção estatal na economia ao lado de uma política monetária que estabelecia uma taxa de juros reduzida e política fiscal com dirigismo no investimento, gastos salientes, concessão de subsídios e ingerência nos preços. Assim, a NME levou à redução da taxa de juros básica no ano seguinte em meio à alta inflacionária. Com a alteração na política monetária, a taxa de inflação se elevou e permaneceu em níveis altos, reduzindo a credibilidade do Banco Central e expandindo o custo de combate à inflação. Como corolário da NME, houve uma utilização significativa de recursos públicos e a elevação da taxa de investimento doméstica à época, ainda que não acompanhasse um crescimento econômico, mas a redução da produtividade total dos fatores (PTF), comprometendo a capacidade de crescimento da economia (BARBOSA FILHO, 2017).

Gráfico 12: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), período 2010-2021



Fonte: elaboração própria com dados do IBGE.

Em outro aspecto, enquanto havia o aumento da demanda de investimento pela Petrobrás, também se fazia presente o controle do preço dos combustíveis e seus derivados, afetando a empresa por vender gasolina no mercado doméstico a um valor inferior ao de compra no mercado internacional. A intervenção estatal no setor energético, no entanto, gerou impactos também no setor elétrico. Com uma política energética que reduziu as tarifas de energia em 2013 foi provocado o aumento do consumo que, por sua vez, não poderia ser sustentado em épocas de escassez da água, principal insumo da matriz energética brasileira, provocando um aprofundamento dos efeitos da seca de 2012 e 2013. A NME previa, ainda, que o controle dos preços seria liberado a partir 2015, levando a um novo choque econômico negativo frente ao realinhamento dos preços (BARBOSA FILHO, 2017). O IPCA saltou do limite da banda superior da meta Selic de 6,5% no início de 2015 e bateu 10,7% no início de 2016, ilustrado pelo conforme exposto no Gráfico 12. Com a dispersão e persistência desse choque de oferta, o Banco Central do Brasil, submetido à lógica do regime de metas para inflação, precisou elevar a taxa de juros para controlar a pressão inflacionária.

A desaceleração da economia combinada às intervenções governamentais e seus estímulos fiscais geraram uma deterioração das contas públicas, invertendo pela primeira vez no século XXI o superávit primário da ordem de 2% do PIB do início da década em um déficit primário a partir de 2014, chegando a 2% a partir de 2015. Nesse sentido, em

setembro de 2015 o Brasil perdeu o grau de investimento pela Standard & Poor's, primeira agência de *rating* a revisar a nota de crédito soberana do país para “*junk*”. O impacto desse conjunto de políticas pode ser observado na Tabela 3, que mostra o início da desaceleração do PIB brasileiro em 2014 e a grande recessão de 2015 e 2016, que acumularam uma queda de 6,8%.

Tabela 3: Dados Macroeconômicos 2010-2021: PIB, a preço de mercado (%); IPCA (variação acumulada); Meta Selic, taxa básica de juros (%); e Câmbio (R\$/US\$)

Ano	PIB	IPCA	Meta Selic	Câmbio (R\$/US\$)
2010	7.5%	0.5%	10.75%	1.69
2011	4.0%	6.5%	11.00%	1.84
2012	1.9%	5.8%	7.25%	2.08
2013	3.0%	5.9%	10.00%	2.35
2014	0.5%	6.4%	11.75%	2.64
2015	-3.6%	10.7%	14.25%	3.87
2016	-3.3%	6.3%	13.75%	3.35
2017	1.3%	3.0%	7.00%	3.46
2018	1.8%	3.7%	6.50%	3.89
2019	1.2%	4.3%	4.50%	4.12
2020	-3.9%	4.5%	2.00%	5.14
2021	4.6%	10.1%	9.25%	5.65

Fonte: Elaboração própria com dados do IBGE, Banco Central do Brasil e Bloomberg.

O governo Temer adotou medidas de austeridade com o intuito de reverter o problema fiscal que o país se encontrava, tendo como dois principais pilares a proposta da reforma da previdência e a PEC do teto dos gastos, aprovada em dezembro de 2016. A conjunção dessa sinalização da intenção do governo de buscar uma política de geração de superávits primários no futuro para estabilizar a dívida doméstica e de um cenário de liquidez internacional mais favorável, levaram a uma avaliação de agentes do mercado que promoveu uma redução drástica do risco país, medido pelo EMBI+ Brasil (Gráfico 13).

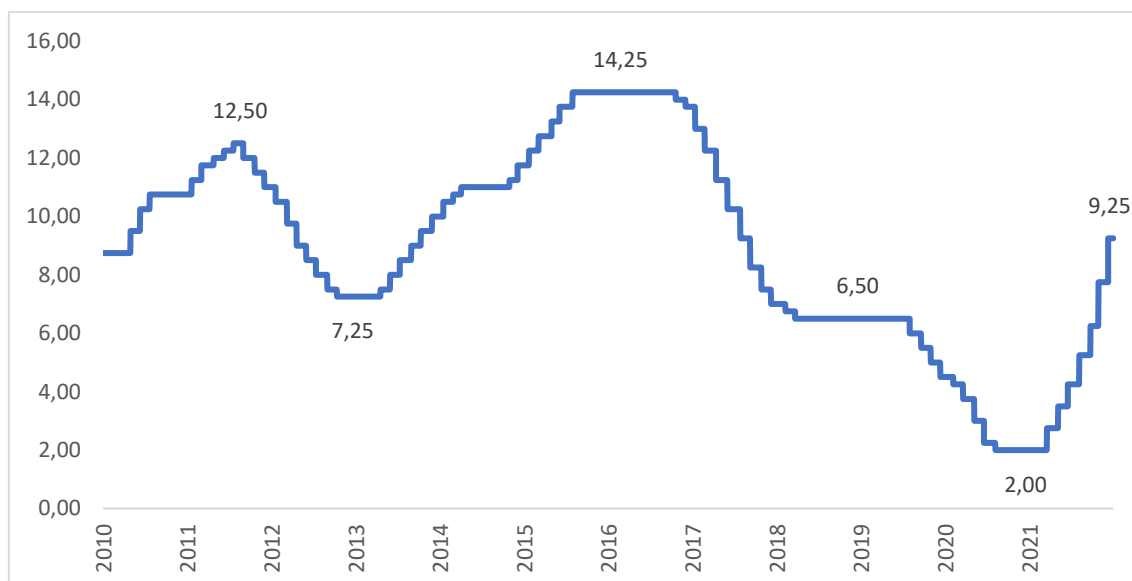
Gráfico 13: EMBI+ Brasil, período 2010-2021



Fonte: elaboração própria com dados do Ipeadata.

Além disso, o novo presidente do BCB, Ilan Goldfajn, adotou uma política de ancoragem das expectativas de inflação, que após um período de elevadas taxas de juros, veio a propiciar uma redução substancial da inflação no país durante o seu mandato. Após saltar para a máxima de 10,7% em 2016, o IPCA chegou a cair abaixo do limite inferior da banda da meta de 3% e estabilizou em 3,8% no final de 2018 (Gráfico 12). Com o controle da inflação, a taxa Selic caiu de 14,25% em 2016 para 6,50% em 2018, patamar controlado que seguiu até metade do ano de 2019 (Gráfico 14).

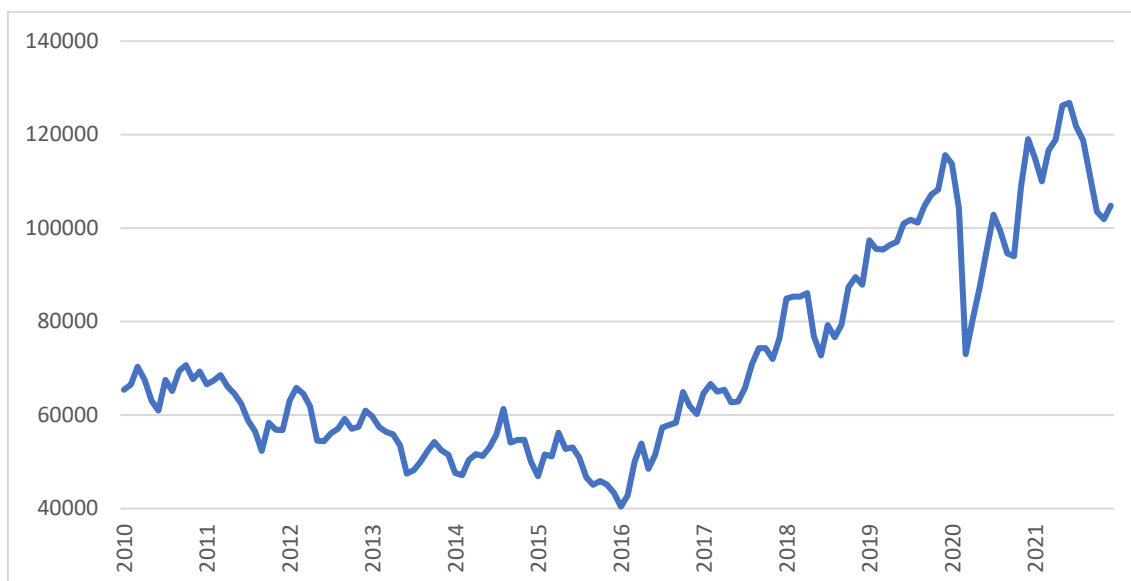
Gráfico 14: Meta Selic (%), período 2010-2021



Fonte: elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil.

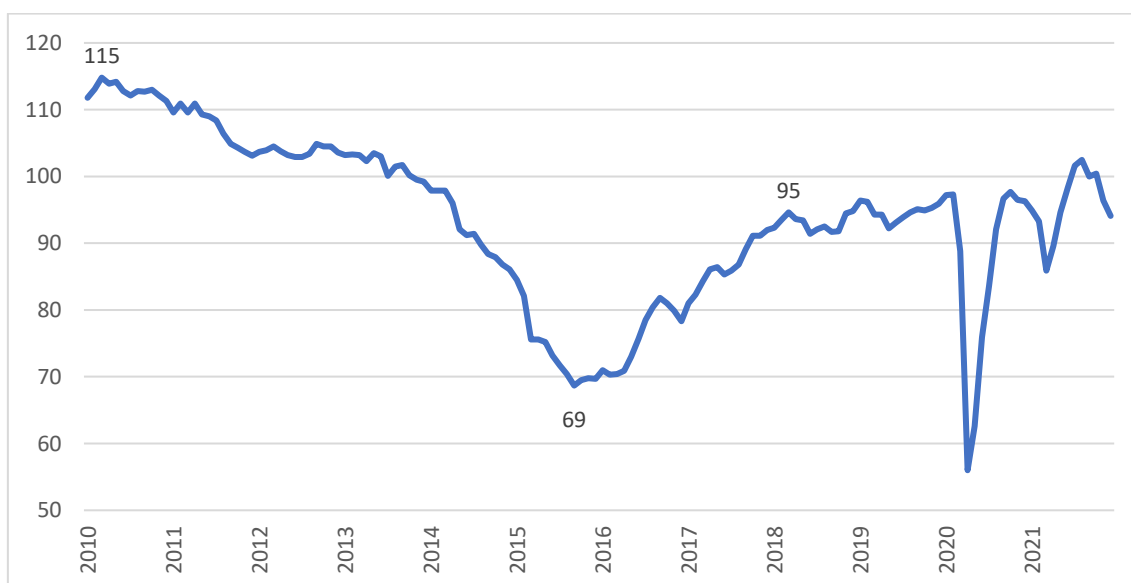
A redução do risco país e a redução da taxa Selic após o controle da inflação impulsionaram uma forte trajetória de valorização no mercado de ações (Gráfico 15) e de captações no mercado de dívida. Esse momento representa um divisor de águas entre a performance do mercado financeiro e o desempenho da economia real. Apesar da forte retomada do Índice de Confiança Empresarial (ICE) após sair das mínimas de 70 pontos entre 2015 e início de 2016, conforme ilustrado no Gráfico 16, esse otimismo da confiança e do mercado de capitais não traduziu em uma forte recuperação econômica. Como podemos observar na Tabela 3 acima, o PIB apresentou uma média de crescimento tímida de apenas 1,4% entre 2017 e 2019.

Gráfico 15: Ibovespa, período 2010-2021



Fonte: elaboração própria com dados da B3.

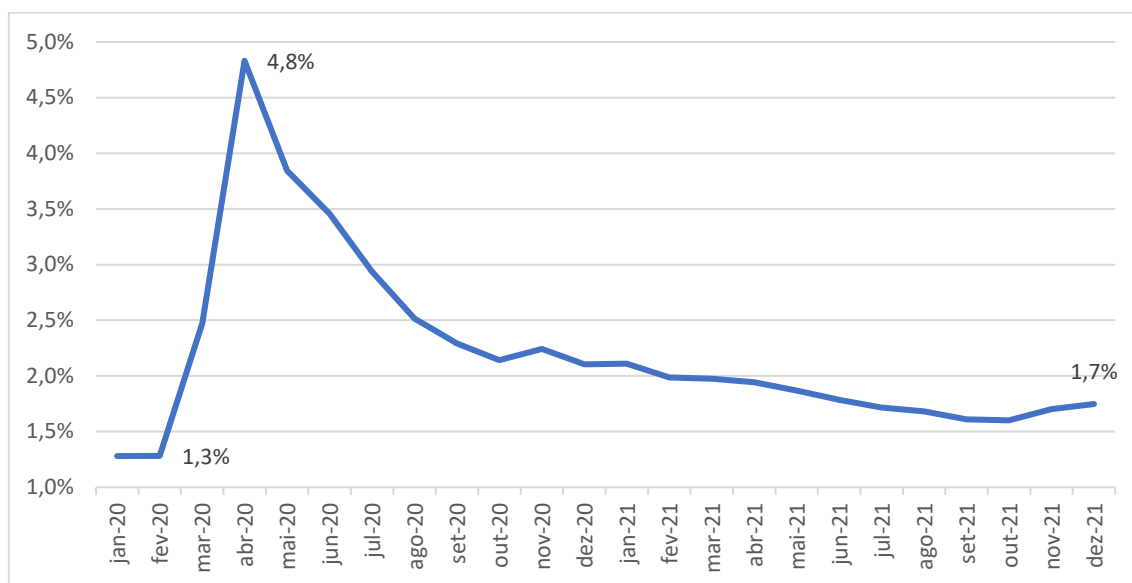
Gráfico 16: Índice de Confiança Empresarial (ICE), período 2010-2021



Fonte: elaboração própria com dados da FGV.

O momento de prosperidade do mercado de capitais teve uma quebra em 2020, com a pandemia do Covid-19. O Ibovespa apresentou um *drawdown* de quase 50% em março e a captação de debêntures apresentou uma queda de 34,4% no ano. Segundo dados do índice Idex-CDI, *benchmark* do mercado de crédito privado criado pela gestora de recursos JGP, o *spread* médio das debêntures indexadas ao CDI saltou de 1,3% em fevereiro 2020 para 4,8% em abril, conforme apresentado no Gráfico 17.

Gráfico 17: Evolução dos Spreads de carregos médios ponderados (em CDI+) do Idex-CDI, período 2010-2021



Fonte: elaboração própria com dados da JGP.

De acordo com o relatório Focus do BCB divulgado em janeiro de 2020, a expectativa dos agentes de mercado para o crescimento do PIB antes da crise da Covid-19 estava em torno de 2,3% em 2020 e de 2,5% em 2021. Esperava-se, de fato, a continuidade do processo de reformas estruturais e de consolidação fiscal, mas com a mudança da conjuntura, o desempenho da economia brasileira foi colocado em xeque em razão da profundidade dos choques que a pandemia causou na economia global.

Apesar da recuperação da atividade econômica em 2021, com avanço de 4,6% do PIB, o grande problema que surgiu no Brasil e no mundo inteiro foi a grande escalada da inflação. A Carta de Conjuntura do IPEA do quarto trimestre de 2021 resume esse cenário de deterioração das condições inflacionárias:

Deve-se ressaltar, no entanto, que essa alta da inflação, em 2021, não é um fenômeno exclusivamente brasileiro. De fato, expressivo aumento das commodities no mercado internacional tem afetado positivamente os índices de preços de muitas outras economias no mundo. No entanto, há alguns fatores domésticos que explicam essa aceleração mais intensa no país, num quadro de pressões inflacionárias: a forte estiagem, que gerou uma baixa histórica nos níveis dos reservatórios, levando à adoção da bandeira de escassez hídrica e de reajustes da bandeira vermelha para cobrir o custo mais elevado da energia produzida pelas termoeletricas; a desvalorização cambial de 8,6% ao longo do ano; e a contínua aceleração da inflação de bens industriais mesmo em um contexto de deslocamento de parte da demanda de bens para os serviços (LAMEIRAS; MORAES, 2021, p. 1).

A soma dos fatores mencionados levou a uma escalada desenfreada do IPCA, que saltou de 1,9% em maio de 2020, quando estava abaixo do piso da meta, para 10,7% no final de 2021, o mesmo patamar apurado no início de 2016. Como consequência, o BCB deu início a um período de aumento contínuo das taxas de juros, fazendo com que a taxa básica brasileira retornasse à casa dos dois dígitos em 2022. Nesse sentido, uma pesquisa realizada com profissionais do mercado financeiro por Aparecida et al. (2022) indica que a queda nas taxas de juros nesse período foi um dos fatores que contribuiu para o desenvolvimento do mercado de debêntures, em virtude da maior competitividade relativa com os custos de captação oferecidos pelo BNDES:

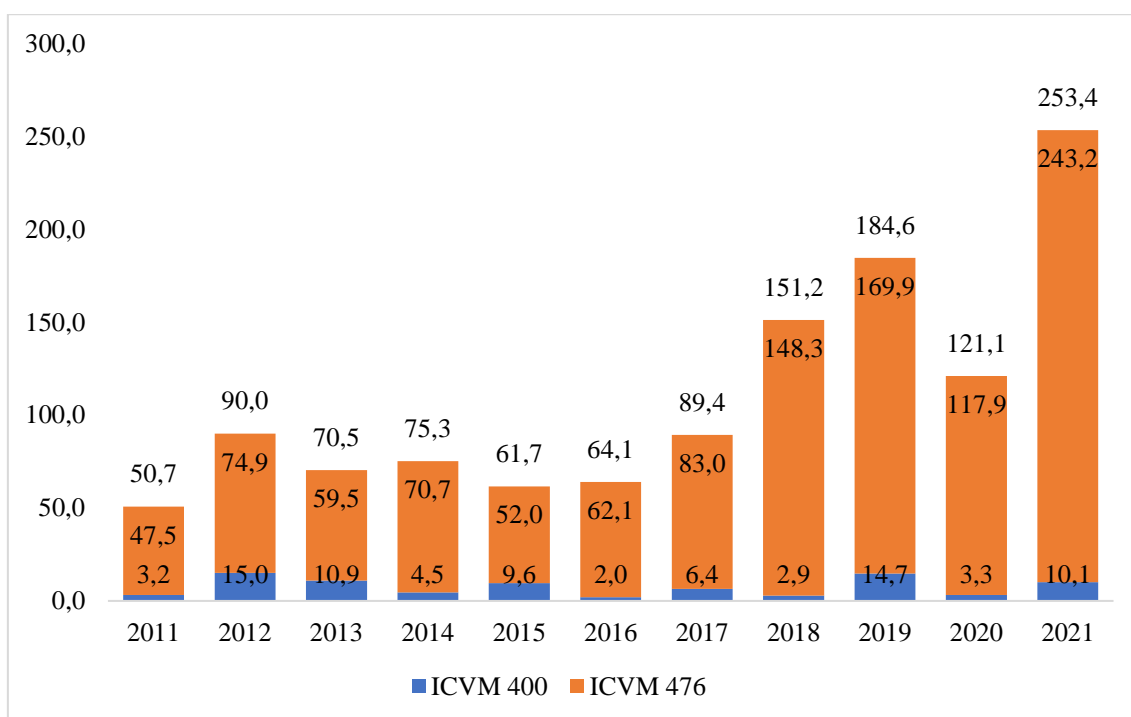
A perda de atratividade por operações do BNDES está muito associada à relação entre a taxa básica de juros do Brasil (Selic) e a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), segundo os entrevistados. Como boa parte das operações do BNDES usava a TJLP como sua taxa base, essas linhas de crédito perderam espaço no balanço dessas empresas (APARECIDA; LAZZARINI; BORTOLUZZO, 2022, p. 12).

Em complemento, Torres e Macahyba (2012) também apontam a taxa de juros como um fator determinante no desempenho do mercado de debêntures que “por um lado, inibiu o lançamento de títulos por parte dos melhores emissores e, por outro, concentrou a demanda em papéis públicos” (TORRES; MACAHYBA, 2012, p. 1).

3.3. Evolução do mercado primário de debêntures

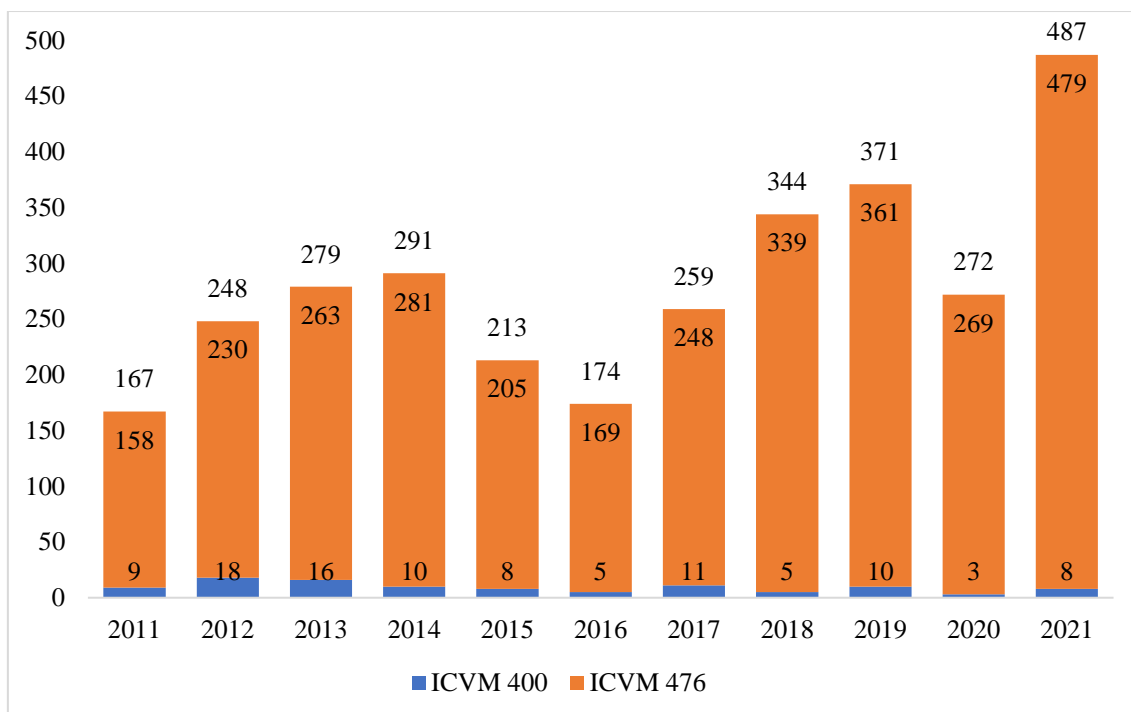
Como abordado no capítulo anterior, dois fatores foram relevantes, para além da conjuntura macroeconômica favorável, e contribuíram com a expansão do mercado brasileiro de debêntures nos últimos anos. O primeiro foi a criação da ICVM 476, em 2009, que permitiu o acesso de empresas fechadas ao mercado de dívida corporativa e reduziu a burocracia, custos e tempo para novas ofertas. O segundo fator foi a mudança das políticas operacionais do BNDES, a partir de 2016, que antes dominava o financiamento empresarial no Brasil, até mesmo para grandes empresas que poderiam acessar o mercado de capitais, e limitava o progresso do mercado de dívidas corporativas. Ambos os fatores são perceptíveis nos Gráficos 18 e 19, que ilustram a dominância de 93,1% das ofertas ICVM 476 sobre o volume total emitido (96,8% no número de emissões) e uma onda de crescimento de emissões a partir de 2016.

Gráfico 18: Volume total de emissão de debêntures entre 2011 e 2021 (R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Gráfico 19: número de emissões de debêntures entre 2011 e 2021

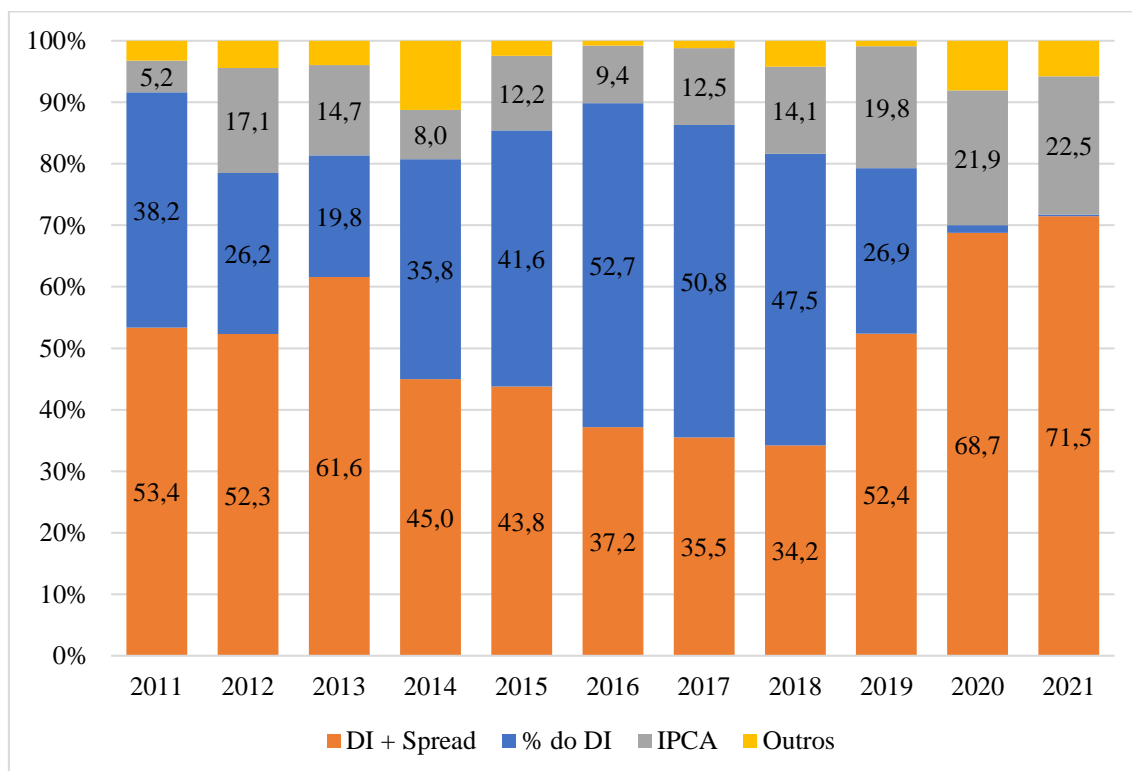


Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Nos últimos anos foi predominante o uso da remuneração atrelada ao DI, portanto, nivelada à taxa Selic, a taxa básica de juros da economia brasileira. Examinando o Gráfico 20, até 2018, o uso do indexador “% DI” coexistia com o uso de “DI + Spread”, no entanto, é possível observar uma clara substituição desse % em detrimento do uso do *spread*. Em 2021, 71,5% das emissões tiveram como remuneração o modelo “DI + Spread”, ao passo que % DI correspondeu por menos 0,3%. Nos últimos dois anos o segundo indexador mais utilizado foi “IPCA + spread”, como resultado do avanço das debêntures incentivadas, que obrigatoriamente devem utilizar o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo. A evolução do spread das debêntures de infraestrutura será explorada na próxima seção.

Conforme exposto, ao contrário dos títulos de países desenvolvidos, no Brasil os títulos são pós-fixados, oferecendo uma proteção aos investidores contra as oscilações da inflação (DI e IPCA) e das taxas de juros da economia (DI). Em contrapartida, os emissores assumem integralmente esses riscos. A vantagem dessa proteção está sendo marcante especialmente no atual ano de 2022, ao comparamos a performance dos *bonds* no exterior com as debêntures brasileiras após o início do aperto monetário adotado pelos respectivos bancos centrais. A natureza pré-fixada dos *bonds* se traduz em uma dinâmica sensível às variações das curvas de juros. Apenas no primeiro trimestre de 2022 os ativos que compõem os índices de *corporate bonds* internacionais da Bloomberg perderam US\$ 1 trilhão em valor de mercado, o maior declínio do índice desde mais de 20 anos de mensuração (VOSSOS, 2022).

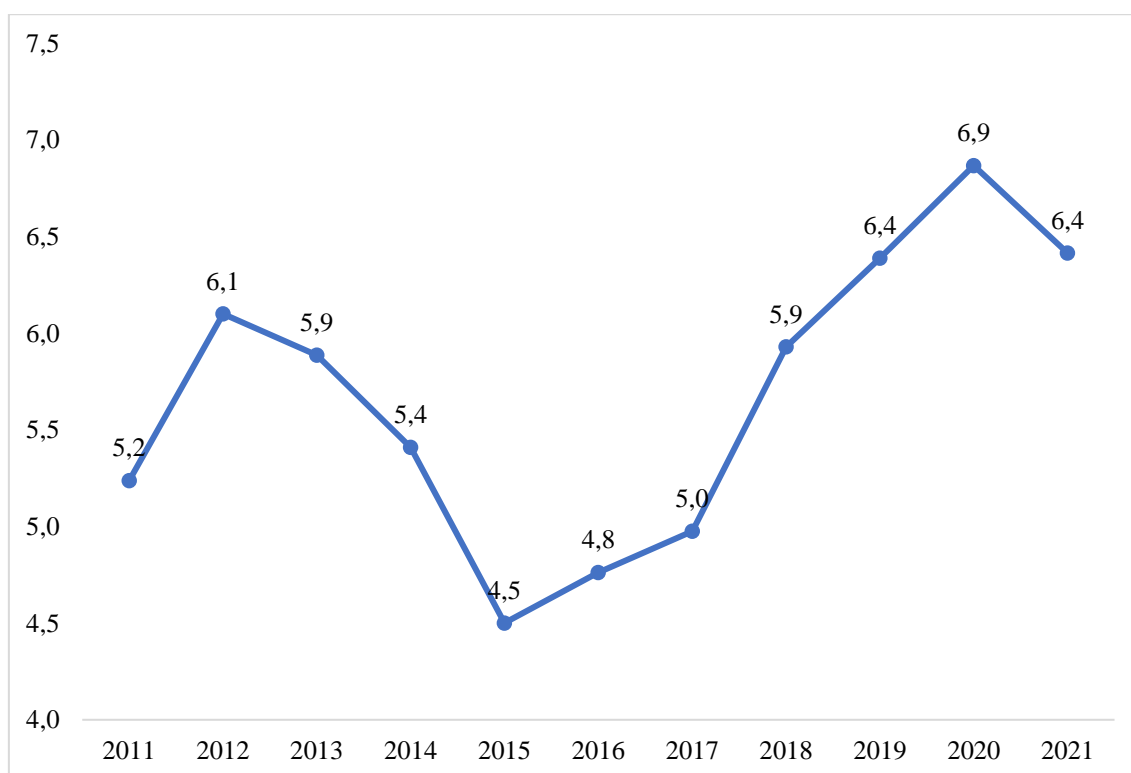
Gráfico 20: Evolução dos indexadores das debêntures entre 2011 e 2021 - participação por volume



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Em geral, é sabido que quanto maior o cenário de incertezas econômicas, maior a aversão a risco dos agentes econômicos e menor a disposição para investir em títulos mais longos. Como pode ser visto no Gráfico 21, a partir de 2013, o prazo médio das emissões foi declinando ano a ano até atingir o mínimo de 4,5, menor prazo desde 2009. Um dos fatores que justificam o grande avanço a partir de 2018 é o maior percentual de debêntures de infraestrutura sobre o total de emissões, que saltou de 10,3% em 2017 para 22,9% em 2020, antes de ceder para 16,5% em 2021. Como abordado no capítulo anterior, as debêntures de infraestrutura possuem, por natureza, um prazo médio substancialmente maior em relação às debêntures não incentivadas. Os dados de percentual desses dois tipos de emissão e de evolução do prazo médio das debêntures incentivadas serão analisados com mais detalhe na próxima seção.

Gráfico 21: Evolução do prazo médio das debêntures incentivadas entre 2012 e 2021



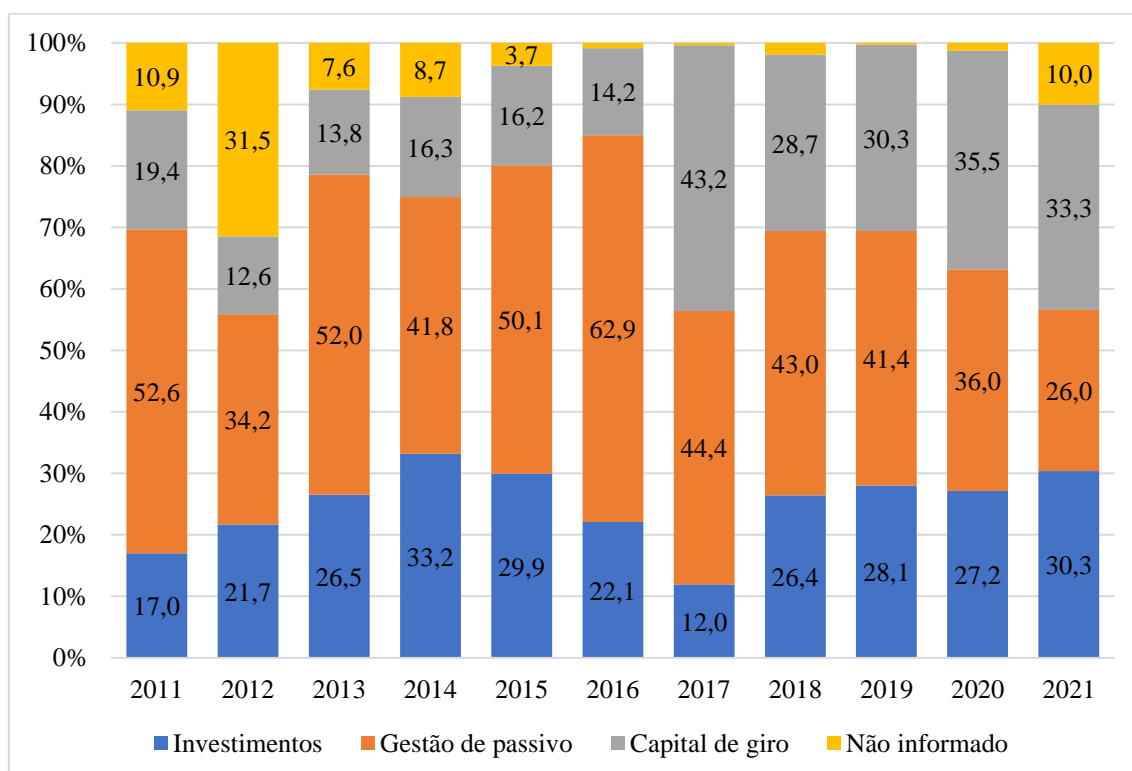
Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Um dos pontos centrais relativos às emissões de debêntures é a destinação dos recursos captados, cujos impactos macroeconômicos vão além da discussão microeconômica relativa à estrutura de capital das firmas. A Anbima distingue em seis categorias as formas de uso dos recursos captados através das emissões de debêntures. Para fins de simplificação, este estudo agrupa as divisões de “Investimento em Infraestrutura”, “Investimento Imobilizado” e “Investimento ou aquisição de participação societária” em uma única classe “Investimentos”, enquanto que “Recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior” e “Refinanciamento de passivo” estão agrupados em “Gestão de passivo”.

O Gráfico 22 ilustra que Gestão de passivo foi a categoria predominante de uso das emissões, representando uma porcentagem média de 44,1% entre 2011 e 2021. Dentro desta seção, “Refinanciamento de passivo” foi o principal uso em todos os anos. Em segundo lugar, Investimentos corresponderam por uma média de 24,9% do das captações. Dentro dessa categoria, o principal contribuidor foi “Investimento em Infraestrutura”, que apresentou um crescimento relevante a partir de 2018, com o avanço das Debêntures de

Infraestrutura. Nota-se, portanto, que uma parte relevante das emissões está desconectada da decisão de investir das empresas, situando-se mais como uma forma de gestão da fragilidade financeira desses agentes e até mesmo, no contexto da crise da Covid-19, de viabilizar as operações cotidianas das firmas, por meio de capital de giro.

Gráfico 22: Destinação de recursos de debêntures entre 2011 e 2021 – participação por volume



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

O uso de debêntures como forma de administração do fluxo de caixa é reforçado também pelas características da demanda por esses papéis no mercado brasileiro. Torres (2017) destaca uma particularidade desse mercado: os maiores investidores são as próprias instituições estruturadoras, ao contrário dos grandes centros financeiros, onde a maior parte das colocações é feita junto a investidores institucionais e Pessoas Físicas.

Na prática, os bancos recomendam a seus clientes corporativos de maior porte emitir debêntures como forma de reduzirem o custo de operações de grande monta (acima de R\$ 200 milhões), sempre que os limites de suas linhas de curto prazo junto à instituição se esgotam. Essa operação, como já foi mencionado,

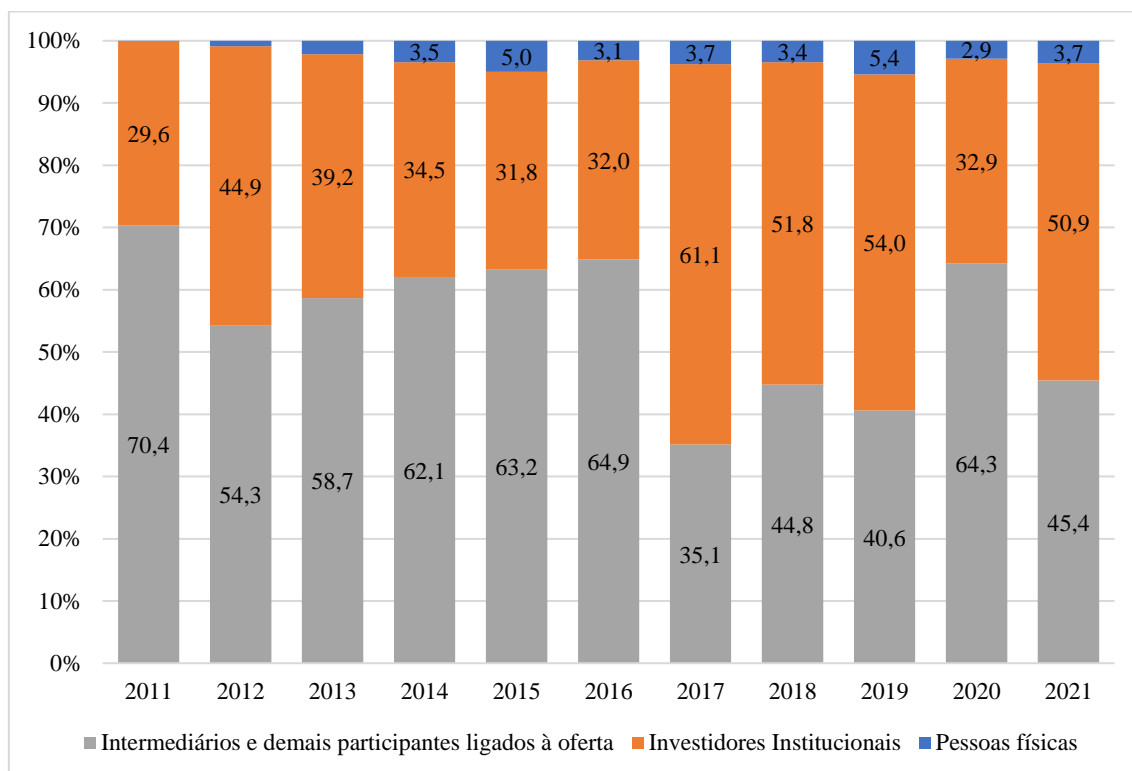
paga menos impostos e tem custos menores que o crédito bancário tradicional. Para atraí-las, os bancos oferecem garantia firme de colocação, além dos serviços tradicionais de estruturação e distribuição. Com a garantia firme, os bancos se comprometem a adquirir todos os títulos ofertados, que não tenham colocação abaixo de uma taxa de juros mínima, previamente pactuada. (TORRES, 2017, p. 15).

Assim, o capital arrecadado é empregado na liquidação dos saldos de crédito de curto prazo da firma com o banco, o que permite o aumento dos limites de empréstimo para reforço de caixa. Já quanto a sua alocação, os títulos não distribuídos ficam “alocados dentro do conglomerado financeiro nas mais diversas carteiras sob sua administração, desde a tesouraria até os fundos de investimento dos clientes” (TORRES, 2017, 15).

Dessa forma, os agentes econômicos aproveitam do benefício das debêntures corporativas negociadas nos mercados de capitais no lugar das operações bancárias tradicionais, permitindo um prolongamento dos prazos e redução dos custos dos empréstimos de curto prazo: “Trata-se, portanto, de uma forma de “reintermediação” dos bancos.” (TORRES, 2017, 17).

De acordo com o Gráfico 24, entre 2011 e 2021, 54,9% das debêntures emitidas ficaram detidas nos Intermediários e demais participantes ligados à oferta. Cabe observar que tal percentual diminuiu a partir de 2017, com a maior participação de Investidores Institucionais. Por fim, como as emissões de debêntures são dominadas por ofertas ICVM 476, que restringem a subscrição para pessoas com mais de R\$10 milhões em investimentos, a distribuição de emissões primárias para Pessoas Físicas representou uma média de apenas 3,1% nos últimos 11 anos.

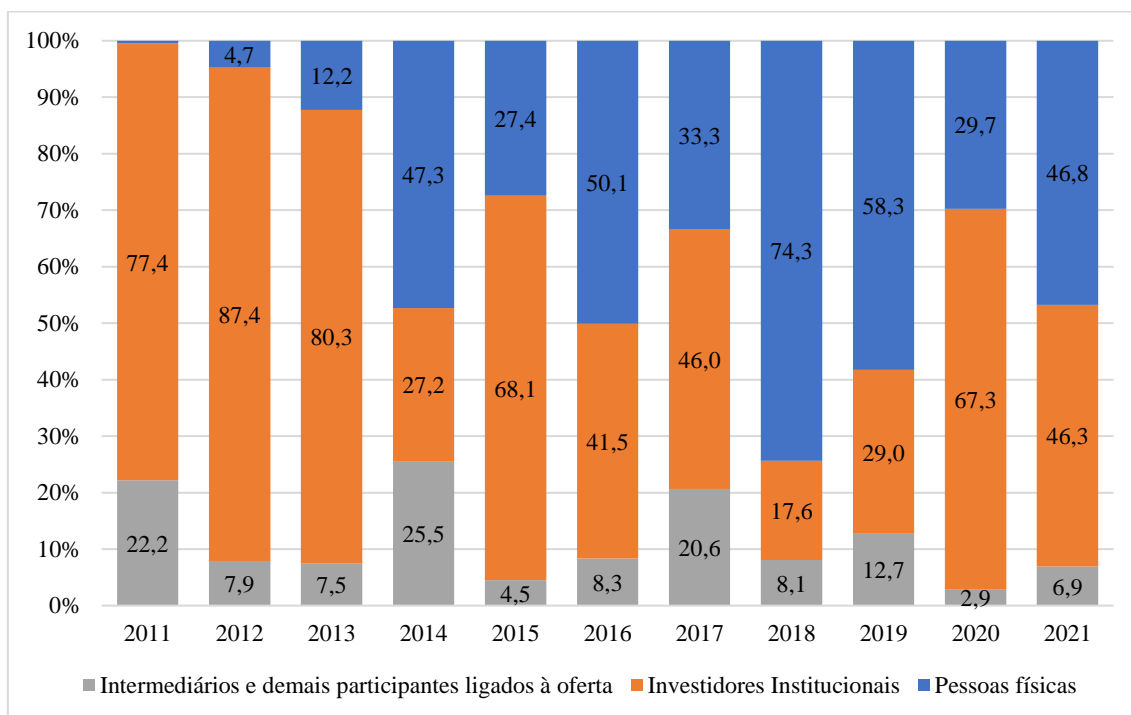
Gráfico 23: Distribuição do total das ofertas de debêntures por detentor entre 2011 e 2021 – participação por volume



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

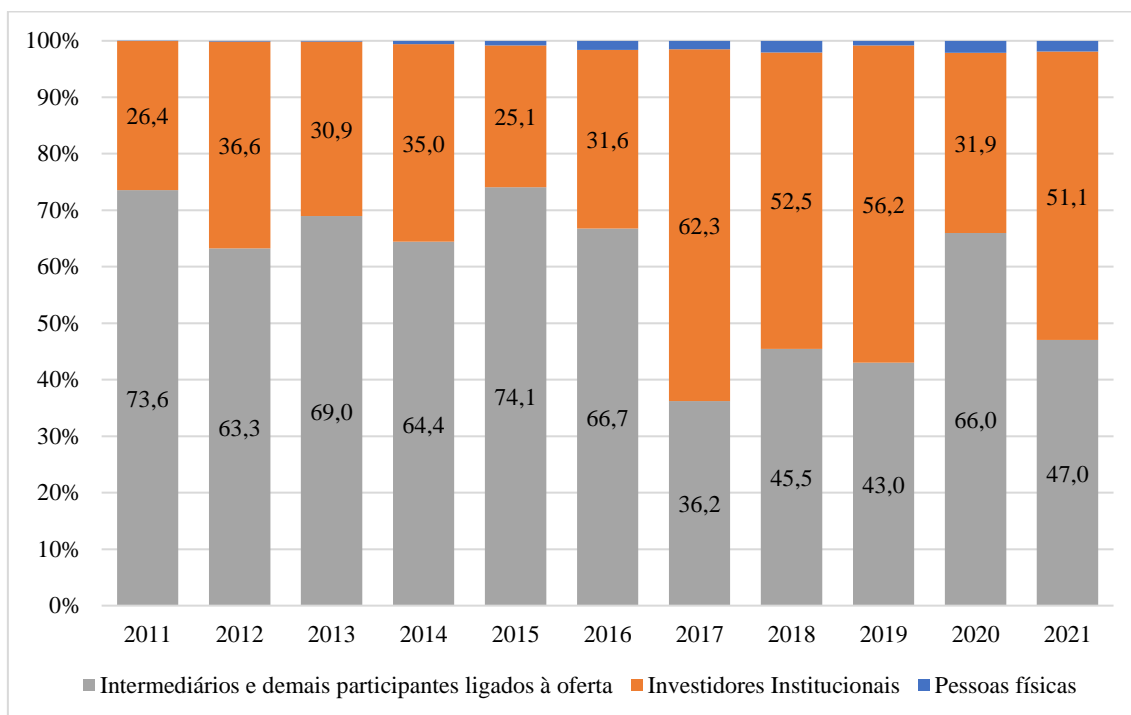
Quando observamos apenas as emissões ICVM 400, que não possuem qualquer restrição ao tipo de investidor e são amplamente divulgadas a mercado, a destinação para Pessoas Físicas representa uma média maior de 35%, como mostra o Gráfico 25. Ao contrário das emissões 476, representadas pelo Gráfico 26, os Intermediários e demais participantes ligados à oferta representaram o menor percentual das destinações nos últimos anos.

Gráfico 24: Distribuição das ofertas ICVM400 de debêntures por detentor entre 2011 e 2021 – participação por volume



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

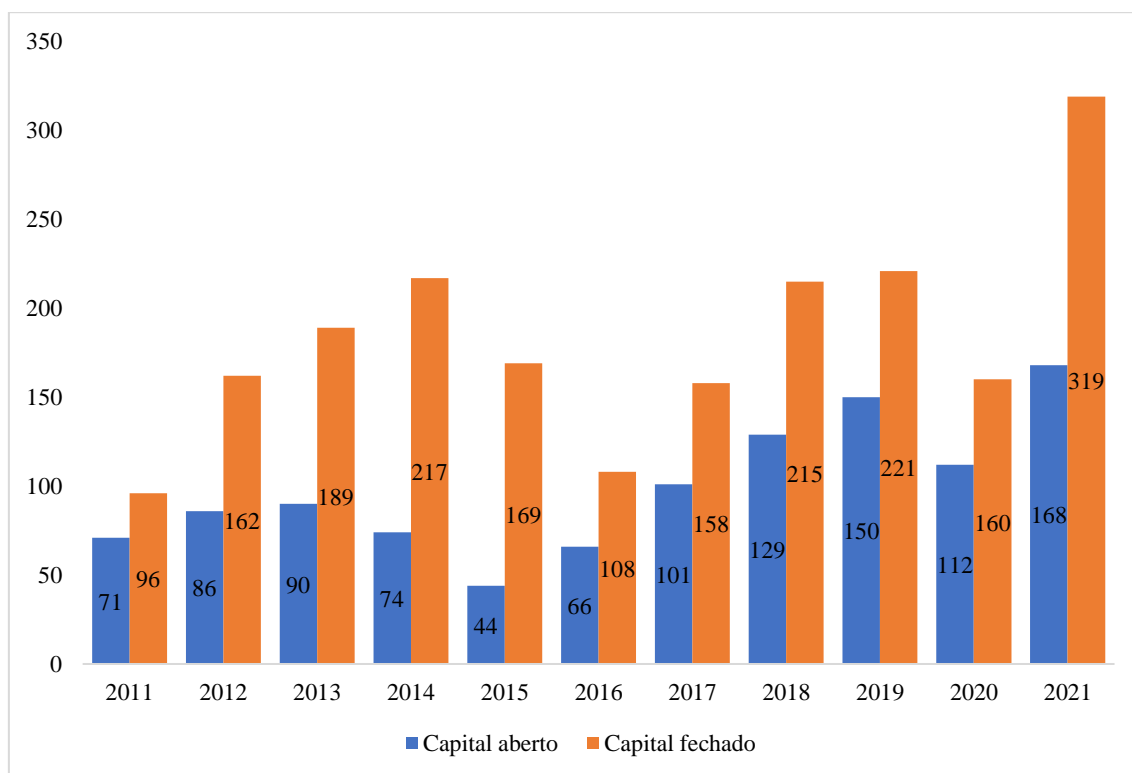
Gráfico 25: Distribuição das ofertas ICVM476 de debêntures por detentor entre 2011 e 2021 – participação por volume



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Há que se reconhecer, contudo, que, conforme apontado no Capítulo 2, a modalidade de oferta com esforços restritos permitiu um aumento do acesso de companhias de capital fechadas à captação de títulos de dívida. O Gráfico 27 demonstra esse sucesso em função do vasto número de emissões de companhias fechadas na modalidade ICVM 476. Isso indica a consolidação do instrumento dentro do mix de opções que as companhias dispõem para gerenciar seus fluxos de caixa e sua fragilidade financeira, o que pode ser associado a um impacto positivo para essas firmas.

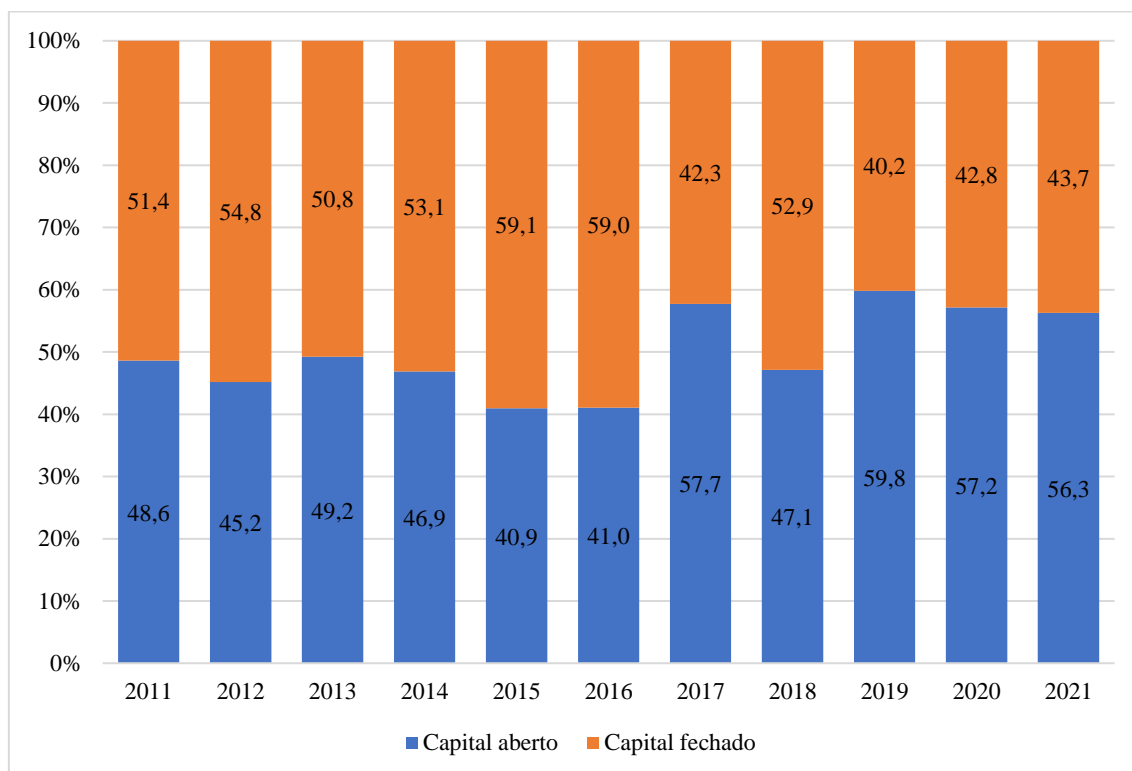
Gráfico 26: Número de ofertas ICVM 476 de debêntures por tipo de empresa entre 2011 e 2021 (R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Entretanto, apesar do maior número de companhias fechadas, o Gráfico 28 mostra que as companhias abertas representaram maior participação no volume total captado pelas ofertas ICVM 476, o que pode ser explicado por uma maior captação média por emissão dessas empresas que já estão mais avançadas em sua constituição.

Gráfico 27: Distribuição das ofertas ICVM476 de debêntures por tipo de empresa entre 2011 e 2021 – participação por volume

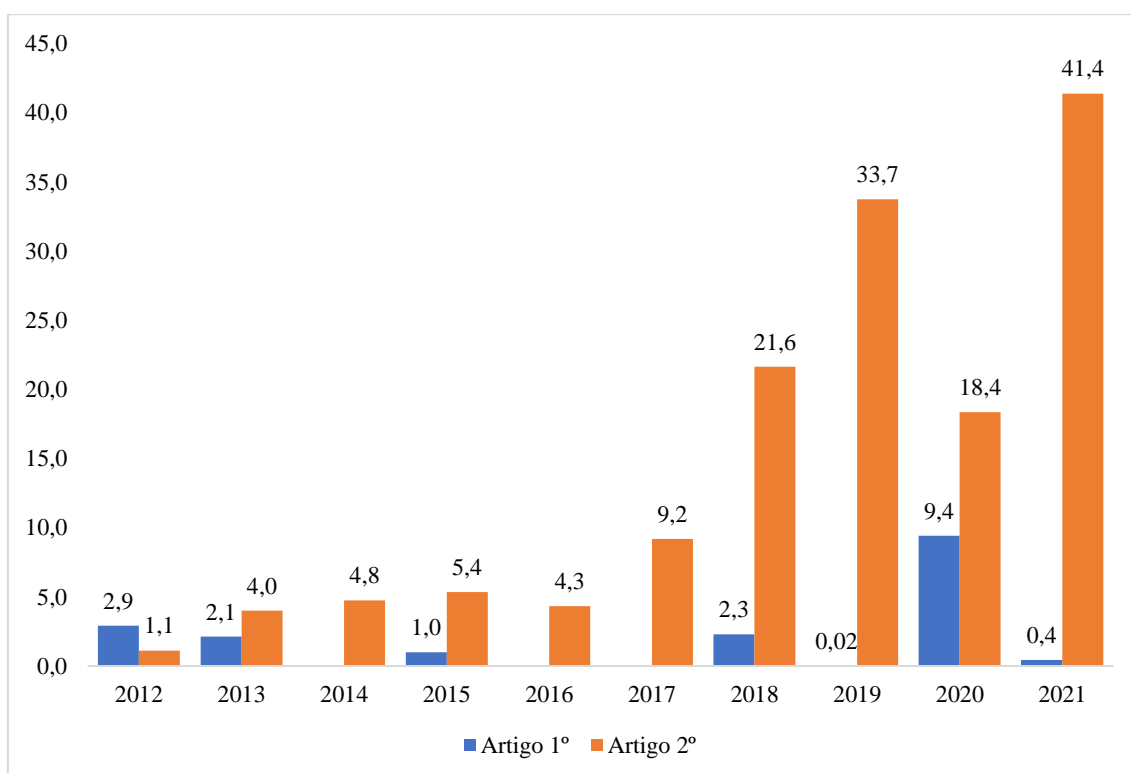


Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

3.4. Evolução do mercado primário de debêntures incentivadas

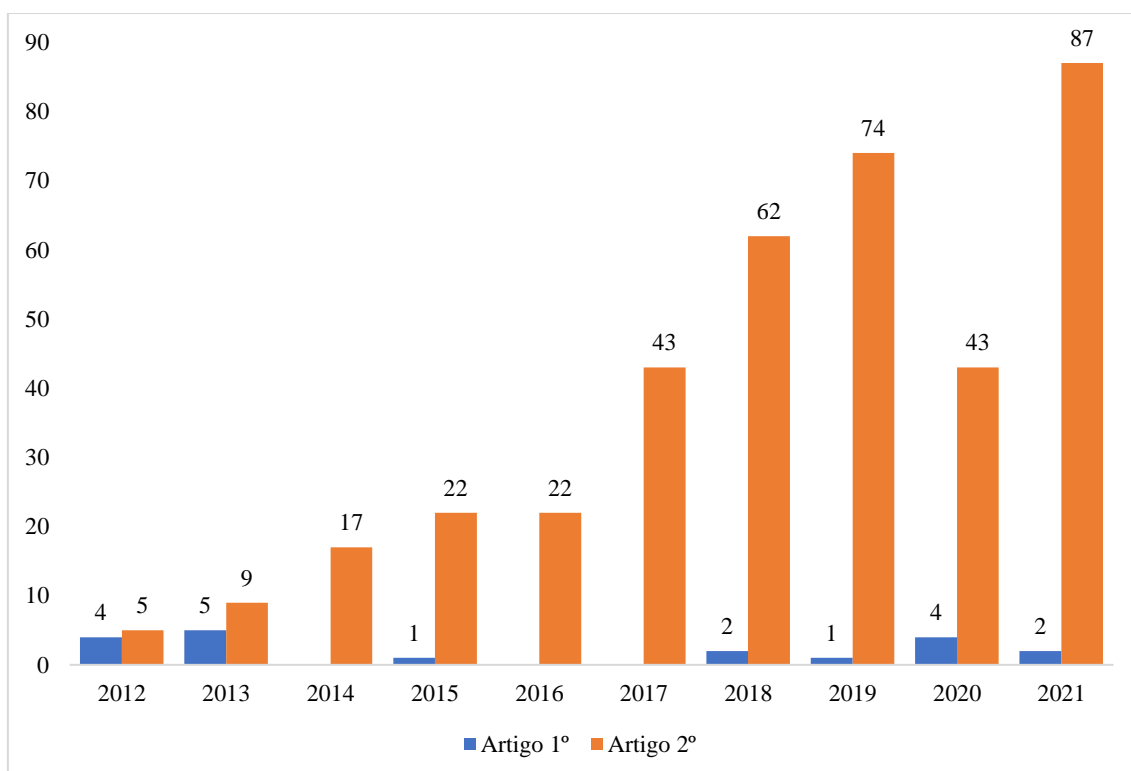
Conforme apresentado no capítulo anterior, há dois artigos que dividem a forma de emissão de uma debenture pela Lei no 12.431: o artigo 1º, que classifica os “projetos de investimento” para não residentes, e o artigo 2º, que classifica as “debêntures de infraestrutura”. Como é possível verificar no Gráfico 29, apesar do maior volume captado no primeiro ano pelas emissões do artigo 1º, a modalidade de “projetos de investimento” não ganhou tração nos anos seguintes e apresentou baixa adesão dos agentes econômicos. O único ano de destaque das emissões do artigo 1º foi em 2020, que contou com 3 grandes emissões de mais de R\$ 3 bilhões cada da Rede D'OR São Luiz S.A., Lojas Americanas S.A. e B2W – Companhia Digital, além de uma emissão pequena da Agasus S.A. de apenas R\$ 20 milhões, de acordo com os dados disponibilizado pelo Ministério da Economia e ilustradas no Gráfico 30.

Gráfico 28: Volume de emissão de Debêntures Incentivadas (R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

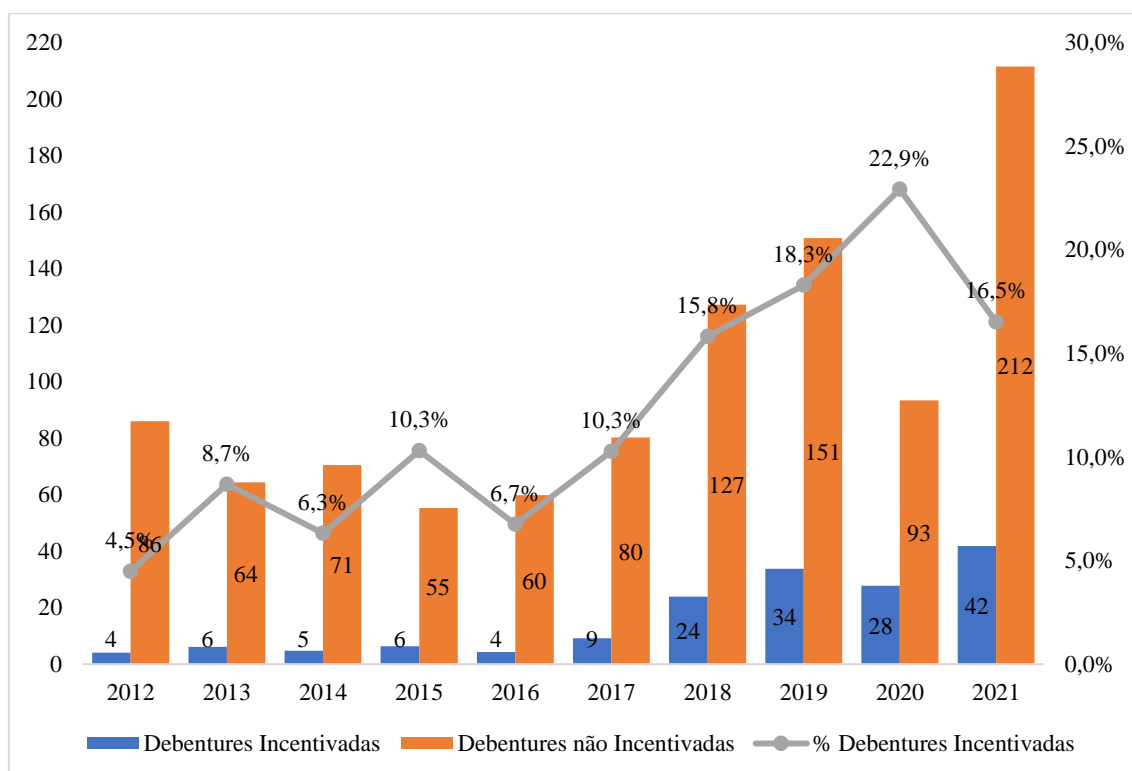
Gráfico 29: Número de emissões de Debêntures Incentivadas entre 2012 e 2021



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Apesar de uma representatividade menor, as debêntures incentivadas ganharam participação no total de emissões a partir de 2017, em consequência, dentre outros fatores, da retração do BNDES no financiamento de projetos de infraestrutura. Conforme apresentado no Gráfico 31, o percentual das incentivadas cresceu de 4,5% no primeiro ano de 2012 para 16,5% em 2021. Em 2020, com a crise da pandemia do Covid-19, o volume de emissões incentivadas sofreu uma queda de -17,7%, porém contra uma queda mais acentuada de -38,1% das emissões não incentivadas. O menor impacto das incentivadas é explicado pela captação pontual e sem precedentes das 3 grandes emissões pelo artigo 1 mencionadas anteriormente, que somadas representam R\$ 9,4 bilhões, ou quase 40% do total das incentivadas no ano. Dessa forma, a parcela de debêntures incentivadas ganhou vantagem e teve um ano recorde de 22,9% em relação ao total de emissões.

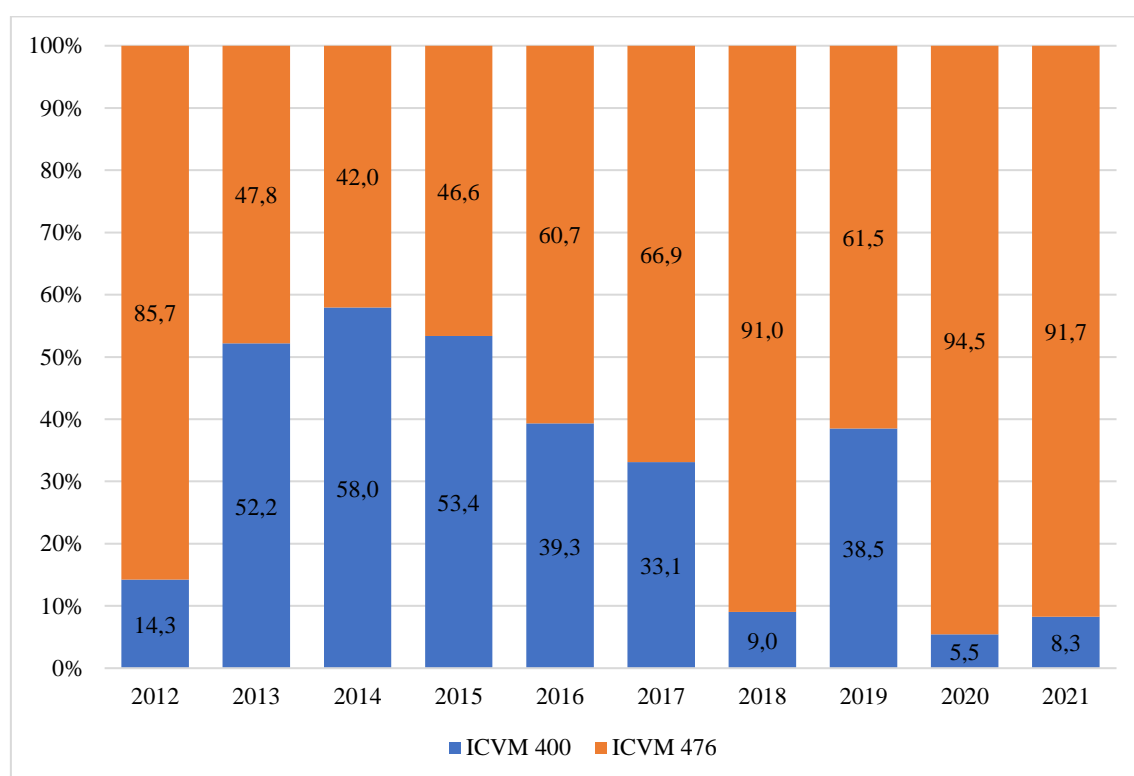
Gráfico 30: Razão das debêntures incentivadas sobre o total de debêntures (emissões em R\$ bilhões, razão em %)



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Apesar do objetivo de atrair a participação de pessoas físicas com a isenção de impostos concedido pelo Artigo 2º da Lei no 12.431, podemos observar no Gráfico 32 que, com exceção período entre 2013 a 2015, as ofertas ICVM 476 dominaram o volume de emissões de debêntures incentivadas nos últimos 10 anos. No último ano de 2021 91,7% do volume captado ocorreu através de oferta pública de valores mobiliários com esforços restritos, que restringe a subscrição a Investidores Profissionais. Desse ponto de vista, a pulverização da demanda por papéis e o desenvolvimento do mercado secundário acabaram ficando relegados a um segundo plano.

Gráfico 31: Distribuição de emissões de debêntures incentivadas por tipo de oferta entre 2012 e 2021 – participação por volume

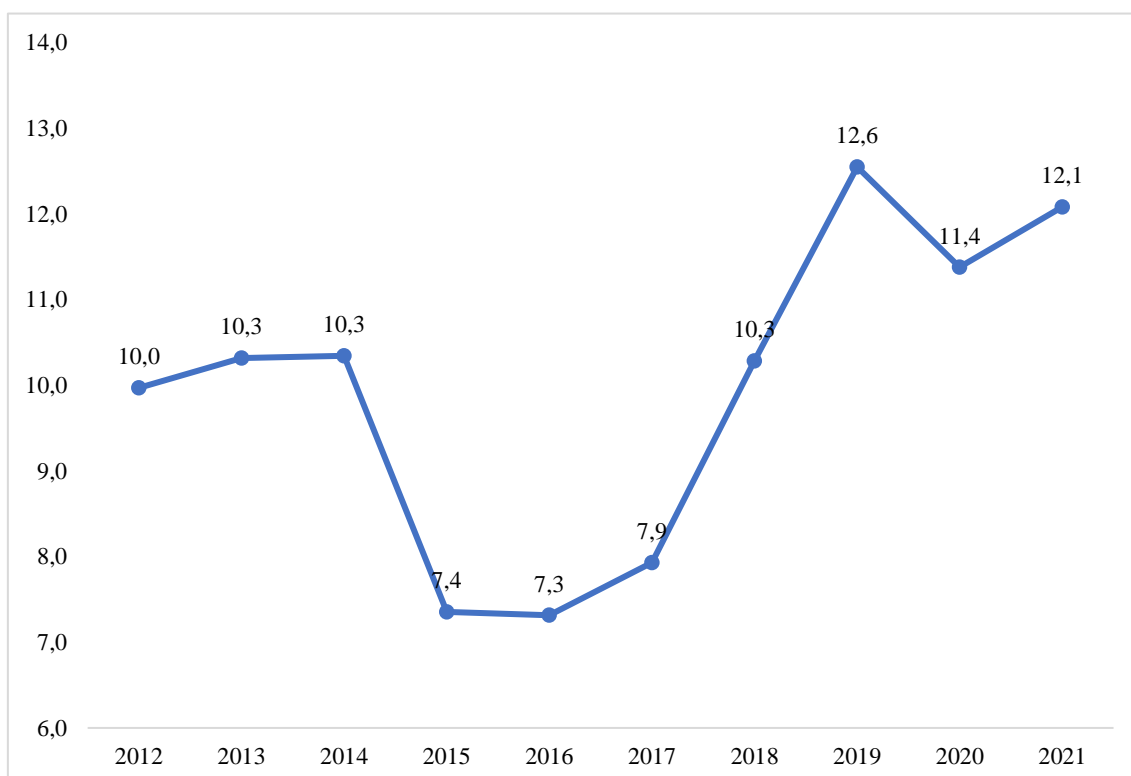


Fonte: Elaboração própria com dados do Ministério da Economia – SPE.

As debêntures incentivadas apresentam prazo médio maior em comparação às debenture não incentivadas. Como é possível observar no gráfico 33, o prazo médio das incentivadas sofreu uma forte retração em 2015 e em 2016 atingiu a mínimo histórico de 7,3, aproximando-se do prazo médio ponderado das debêntures não-incentivadas. Em 2017 os prazos voltaram a subir, atingindo a máxima histórica em 2019 de 12,6 anos.

Apesar da popularidade da mensuração pelo prazo de vencimento, essa métrica não contabiliza o montante e o período dos fluxos de pagamento de um título, como amortização e juros. A Duration pondera a valor presente tanto esses fluxos de caixa quanto o pagamento do principal no vencimento, sendo, portanto, uma medida de maior relevância para os agentes econômicos, especialmente na gestão de portfólios.

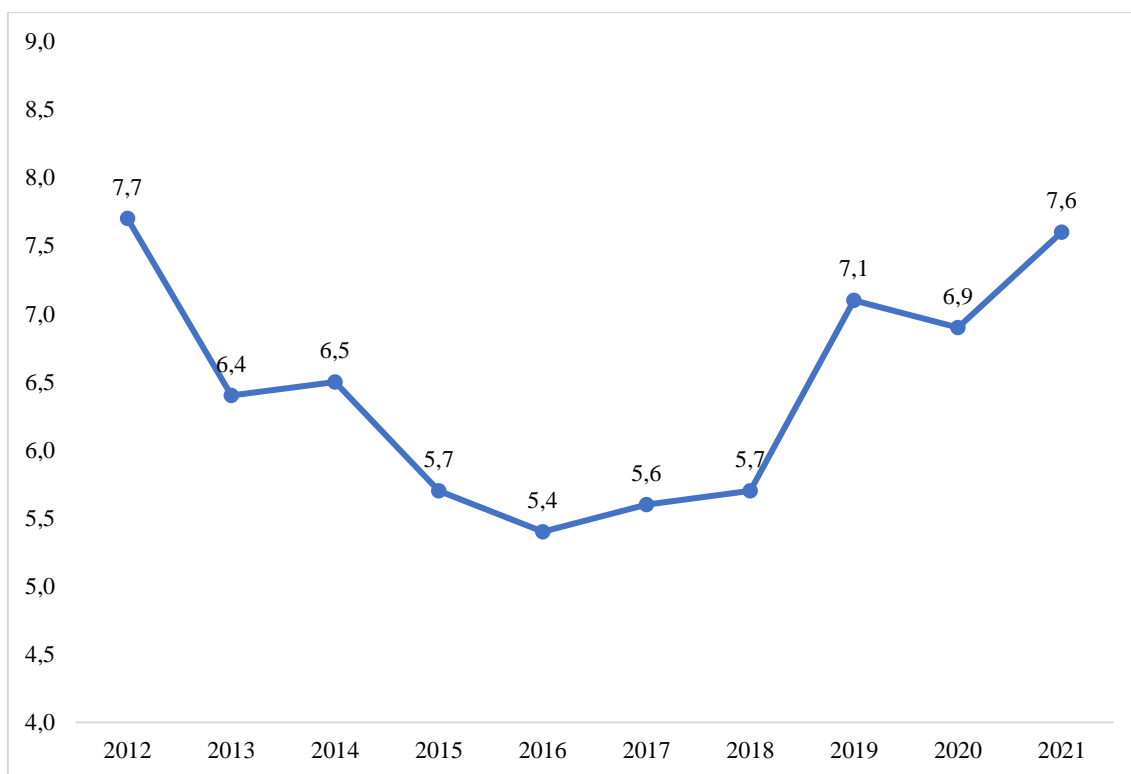
Gráfico 32: Evolução do prazo médio das debêntures incentivadas entre 2012 e 2021



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Nesse sentido, ao contrário do gráfico 33 de prazo médio, o gráfico 34 ilustra outra dinâmica sobre a evolução da Duration média das debêntures de infraestrutura. A maior Duration média foi justamente no primeiro ano de emissões das debêntures incentivadas, enquanto que o patamar mais baixo persistiu por um período maior, entre 2015 e 2018. Por fim, 2021 apresentou um avanço em relação ao ano de 2019, apesar do prazo médio mais baixo.

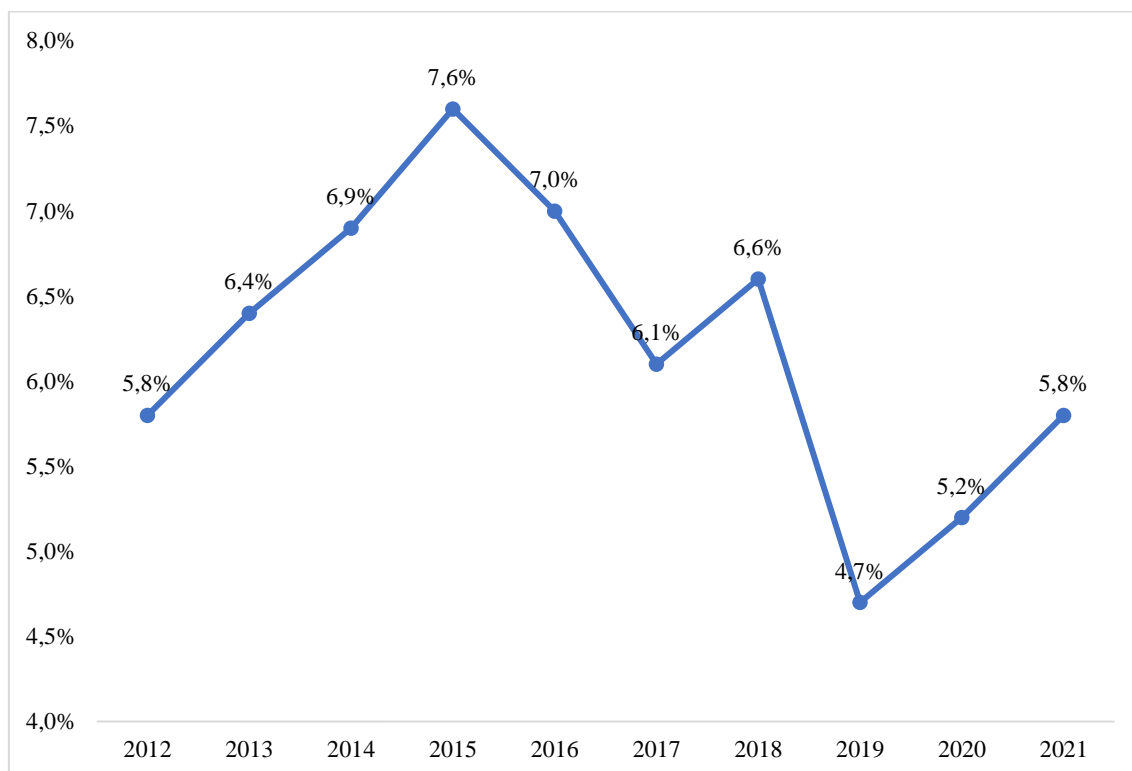
Gráfico 33: Evolução da Duration média das debêntures incentivadas entre 2012 e 2021



Fonte: Elaboração própria com dados do Ministério da Economia – SPE.

Em relação ao custo das debêntures incentivadas, após o avanço desde o primeiro ano de emissões até atingir o spread máximo em relação ao IPCA de 7,6% em 2015, a remuneração média entrou em tendência de queda nos anos seguintes até atingir o spread mínimo sobre o índice de inflação de 4,7% em 2019, como pode ser observado no Gráfico 35. Em 2021 a média ficou no mesmo patamar do primeiro ano de 2012, de IPCA + 5,8%.

Gráfico 34: Evolução da remuneração média (IPCA+) das debêntures incentivadas entre 2012 e 2021



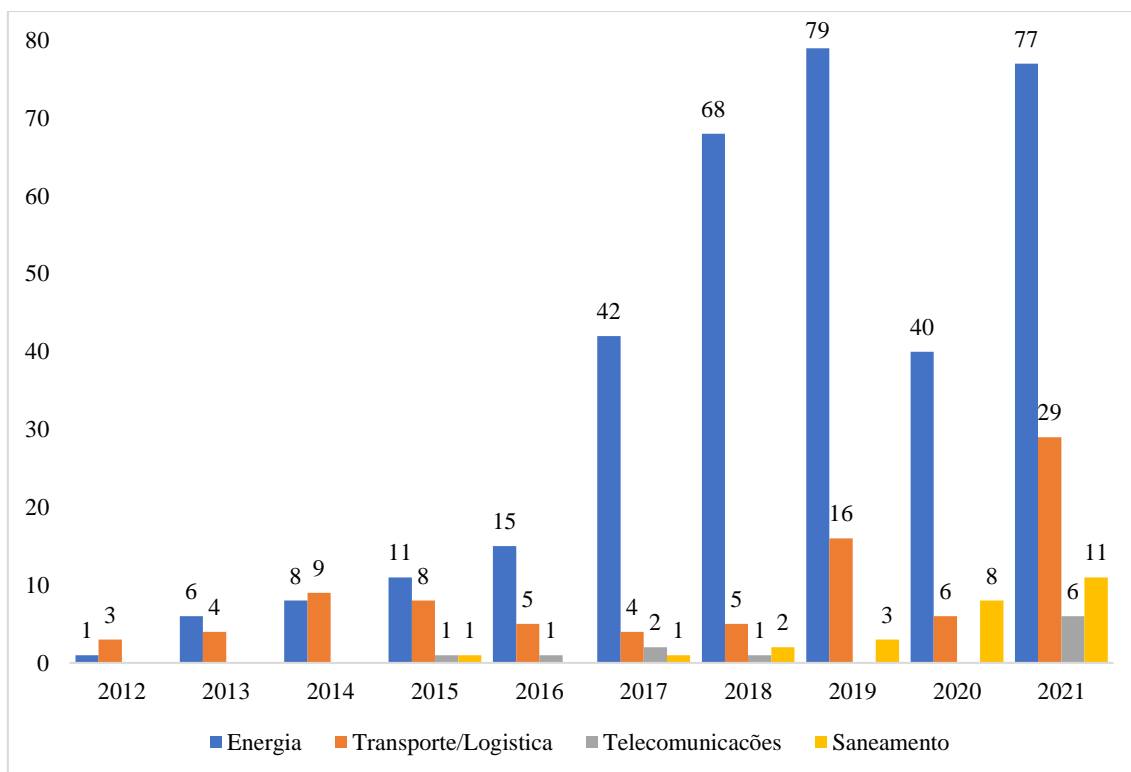
Fonte: Elaboração própria com dados do Ministério da Economia – SPE.

Analisando os setores sob a ótica de divisão do boletim de Debêntures Incentivadas disponibilizado pelo Ministério da Economia, as emissões de Energia dominaram com ampla vantagem as captações em Transporte/Logística, Saneamento e Telecomunicações nos últimos cinco anos, como exposto no Gráfico 36. O Gráfico 37 reforça a diferença no volume de emissões de energia sobre o total a partir de 2016. Nos primeiros quatro anos de emissões das debêntures de infraestrutura, o setor Transporte/Logística foi responsável pela maior porcentagem do volume captado, impulsionado especialmente pela ampla utilização desse tipo de financiamento pelas concessionárias de rodovias.

Os setores de Saneamento e Telecomunicações emitiram debêntures de infraestrutura pela primeira vez apenas em 2015, três anos após o início do uso desse título de dívida. Apesar desse resultado fraco ao longo dos últimos dez anos, essas duas áreas apresentam potencial de trazer mais emissões a mercado com a conclusão da Nova Lei

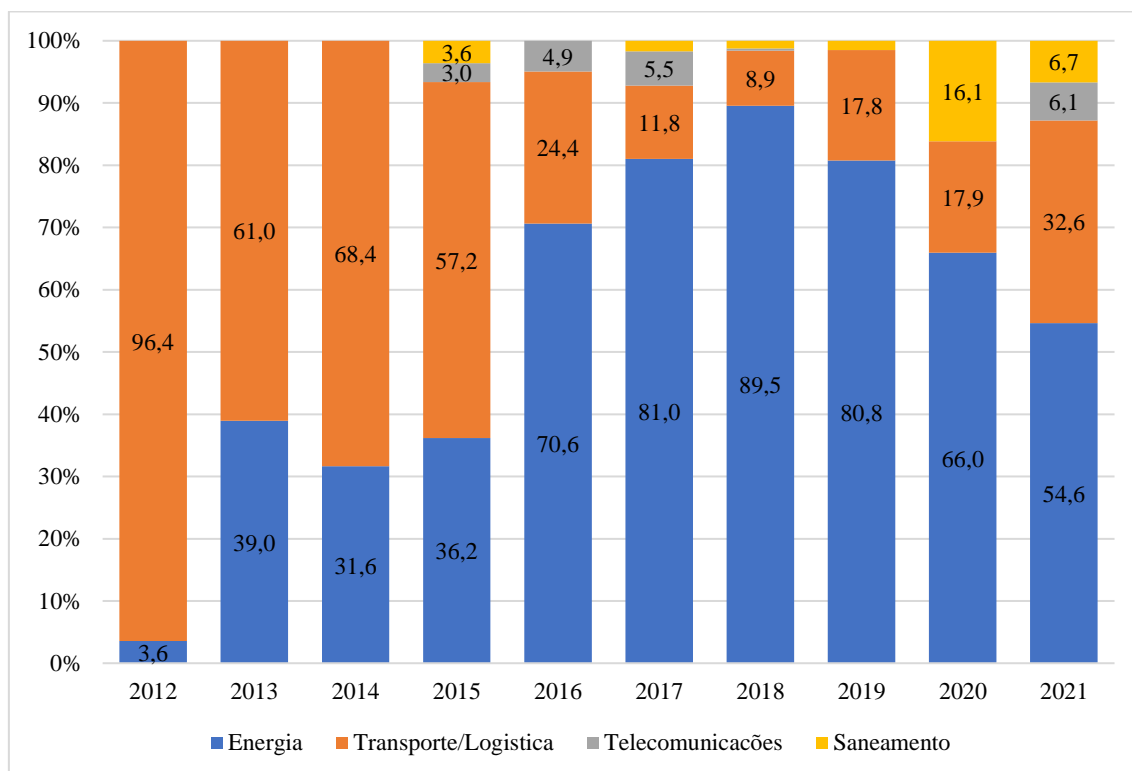
de Saneamento e das novas concessões do 5G, que vão demandar grandes investimentos das companhias privadas dos respectivos serviços.

Gráfico 35: Número de emissões de Debêntures Incentivadas e não Incentivadas entre 2012 e 2021 (R\$ bilhões) – distribuído por setores



Fonte: Elaboração própria com dados do Ministério da Economia – SPE.

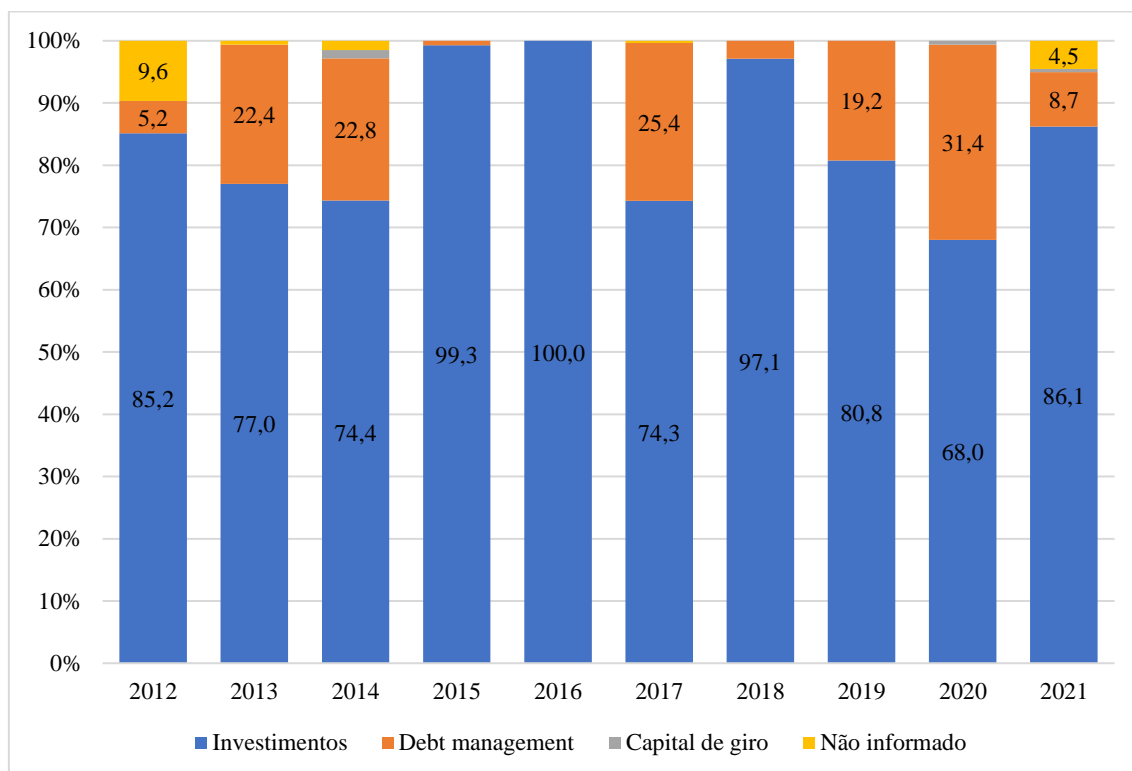
Gráfico 36: Distribuição de emissões de debêntures incentivadas por setor entre 2012 e 2021 – participação por volume



Fonte: Elaboração própria com dados do Ministério da Economia – SPE.

No aspecto da destinação dos recursos captados, o Gráfico 38 apresenta o resultado esperado para as debêntures incentivadas, que utilizaram em média 84,2% do volume emitido para a realização de investimentos em infraestrutura. Para além disso, o uso para Refinanciamento de passivo (contabilizado dentro do segmento “Gestão de passivo”) foi o segundo maior uso do capital levantado pelas emissões.

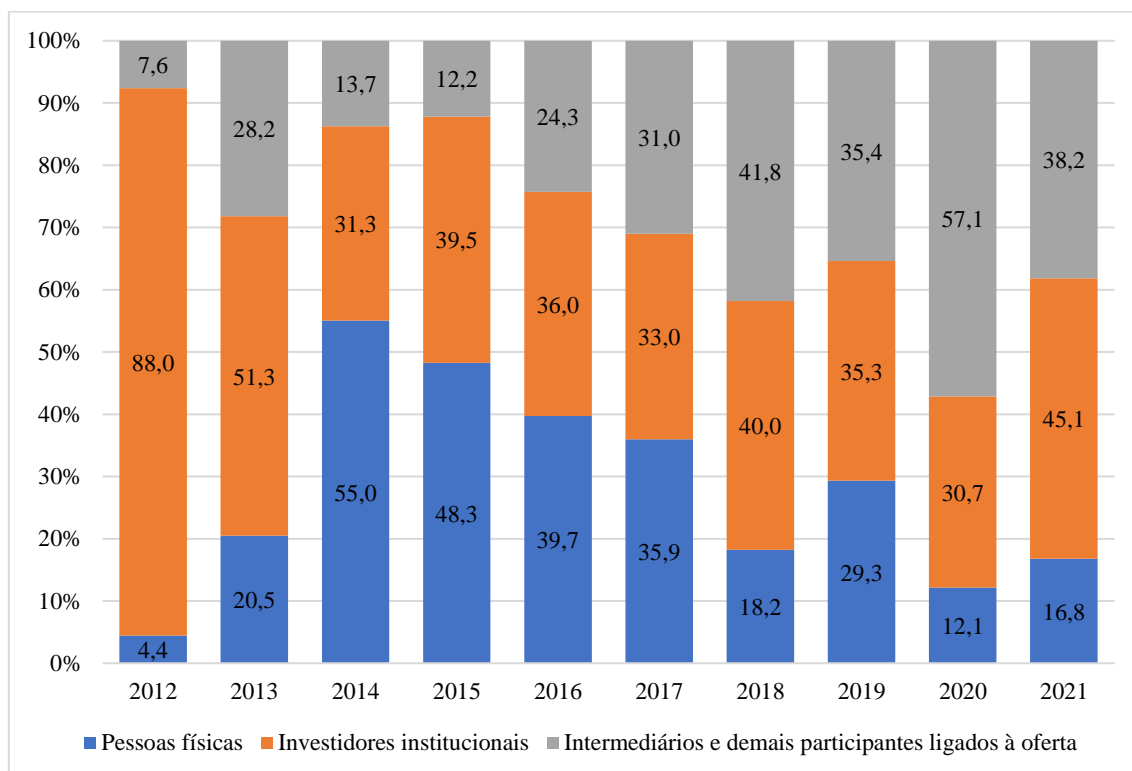
Gráfico 37: Distribuição do total das ofertas de debêntures Incentivadas por destinação entre 2012 e 2021 – participação por volume



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

Por fim, em relação à distribuição das ofertas de debêntures de infraestrutura, o percentual de Pessoas Físicas é maior em comparação com as debêntures não-incentivadas, como mostra o Gráfico 39. Em 2014 esse percentual foi o maior nos últimos 10 anos e representou mais da metade dos detentores. Entretanto, essa participação foi caindo gradualmente ao longo dos últimos anos e fechou 2021 com 16,8% do total. Apesar desse movimento, o percentual maior em relação às debêntures não incentivadas indica o efeito positivo do incentivo fiscal para a atrair esse público.

Gráfico 38: Distribuição do total das ofertas de debêntures Incentivadas por detentores entre 2012 e 2021 – participação por volume



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

3.5. Conclusão

O capítulo analisou as principais características do mercado de debêntures no Brasil de modo a avaliar seu amadurecimento e seu papel no financiamento das empresas brasileiras. Sugere-se que as mudanças regulatórias e a redução da taxa básica de juros levaram a uma expansão significativa do mercado primário de debêntures, com uma ampliação do número de emissores, grande crescimento dos volumes captados e participação de empresas fechadas ainda em desenvolvimento.

Esses indicadores favorecem a ideia de que houve um amadurecimento do mercado de debêntures brasileiro. Durante o período, o mercado consolidou um padrão para a forma de remuneração por “DI + Spread”, abolindo quase que por completo o uso de “% DI”. A segunda indexação mais utilizada, o “IPCA + Spread”, fica praticamente reservado a emissões incentivadas, com baixa adesão do índice de inflação para emissões não incentivadas. Para além disso, verificamos uma evolução do prazo médio das

emissões mais recentes, especialmente após a recessão econômica. Apesar de positiva, o avanço ainda não se mostrou como satisfatório em comparação com o prazo médio observado pelas debentures incentivadas, sendo, portanto, uma melhor referência de um verdadeiro financiamento de longo prazo. Tomando como exemplo o último ano de 2021, as debentures de infraestrutura obtiveram uma diferença no prazo médio de quase 6 anos frente as debentures não incentivadas.

Outro destaque importante é a redução do uso das debentures como forma de “desintermediação” pelos bancos, com a distribuição caindo 25p.p. de 70,4% em 2011 para 45,4% em 2021, demonstrando o amadurecimento em especial da indústria de fundos de investimento, que cada vez caminha para se tornar a principal demandante de novas emissões. A indústria de fundos é de suma importância para o amadurecimento do mercado de debentures, em virtude da capacidade de fomentar o mercado secundário através de uma gestão ativa que resulta no rotineiro giro dos instrumentos, ao contrário da retenção das ofertas nos próprios intermediários e participantes da oferta, que tendem a armazenar o ativo na carteira da instituição e carregar até o vencimento.

Por fim, filtrando a análise para o universo de debentures incentivadas, observamos o crescente protagonismo dessa modalidade de financiamento nos últimos anos, após superar os desembolsos do BNDES em infraestrutura em 2019 e 2021. Apesar de não representar um substituto direto ao banco de desenvolvimento, o observado progresso no prazo médio e na remuneração média demarcam uma perspectiva positiva para as debentures incentivadas como um recurso de financiamento a infraestrutura no país. Apesar da ampla utilização dos setores de Energia e Transporte/Logística, o recente avanço das novas concessões do 5G e a conclusão da Nova Lei de Saneamento reforçam o potencial de demanda por novas emissões desses setores, que apresentaram crescimento de captações em 2021.

CONCLUSÃO

A presente monografia procurou, como objetivo principal, traçar um panorama da evolução do mercado de debêntures no Brasil no período 2011-2021. Para fins analíticos, o trabalho foi estruturado em três capítulos abarcando arcos analíticos que procuraram explicar a importância das debêntures e seu funcionamento embrionário no Brasil, a evolução da regulação e do papel deste crédito no país e como o mercado se desenvolveu e têm se desenvolvido em âmbito nacional.

O Capítulo 1 trouxe abordagens que conceitualizavam a estrutura de capital e analisou debates econômicos sobre equilíbrio entre capital próprio e de terceiros na composição da estrutura de recursos de uma empresa. Concluiu-se, a partir das duas teorias clássicas de maior renome, que o uso de capital externo, sua participação na estrutura das empresas e o balanceamento ótimo da utilização desses recursos pode ocorrer em estágios diversos, de acordo com a empresa. Ao mesmo tempo, a leitura de Minsky iterou a individualidade das companhias na decisão e ponderação acerca da escolha de variadas fontes de financiamento de acordo com a compatibilização dos fluxos futuros. Nesse estágio, ao descrever e expor os pormenores constitutivos das debêntures, o Capítulo, por um lado, permitiu a verificação de que as empresas têm uma extensa variedade de possibilidades para estruturar as emissões nos moldes de suas urgências. Por outro lado, as análises propostas apresentaram as diferentes oportunidades disponíveis para os investidores de modo a determinar as ferramentas mais apropriadas conforme suas lacunas, limitações, preferências e propensões.

Já a partir da investigação da constituição das bases regulatórias que propiciaram a estruturação legal e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil nas décadas de 60 e 70, foi compreendido que esses movimentos possibilitaram a garantia do domínio debêntures como fonte primária de captações no mercado de capitais, garantindo a segurança necessária aos investidores em um ambiente de melhor fiscalização e governança. Assim, o Capítulo ressaltou a crucialidade das debêntures no cenário brasileiro como um meio de viabilizar a gestão do fluxo de caixa das companhias e propiciar o financiamento de seus investimentos e atividades.

Em um segundo momento, o Capítulo 2 se propôs a apresentar marcos regulatórios que viabilizaram a expansão do mercado de crédito privado no Brasil, a posteriori, mas, ao mesmo tempo, chamou a atenção para as falhas e brechas no mercado.

Foi elucidado que a Instrução CVM nº 476 permitiu que empresas de capital fechado levantassem capital com a emissão de títulos e a maior flexibilidade introduzida por este documento, transformando o mercado de dívida brasileiro. A celeridade na adoção da oferta restrita acabou por confirmar o sucesso da modalidade no mercado de capitais e a análise do volume médio de captação de cada tipo de oferta explicou o fator de escolha das empresas pela ICVM 400 para grandes emissões, apesar da maior complexidade da antiga instrução.

Por outro lado, o Capítulo se debruçou sobre a Lei 12.431 que versava sobre a necessidade de atração da iniciativa privada para o financiamento da infraestrutura brasileira, via reconhecimento de que o BNDES não poderia permanecer como promotor exclusivo desses recursos. Com a mudança das políticas e redimensionamento do Banco, empresas de grande porte que antes usufruíam de subsídios públicos a custos muito baixos passaram a valer-se do mercado de capitais como meio de captação de recursos. Com esta mudança, não só a proposta do Banco foi modificada e ressignificada, com o alargamento da participação de seus desembolsos para companhias de menor porte, desprovidas da mesma capacidade de acesso ao mercado, como houve a redução da competição entre as captações que impedia o desempenho do mercado de capitais como fonte de crédito. Desse modo, a Lei 12.431 foi bem-sucedida no auxílio ao aperfeiçoamento do mercado de crédito, com a ampliação da participação das debêntures como fonte de financiamento à infraestrutura através de incentivos tributários. Com estas reflexões, o Capítulo concluiu que as transformações trazidas pela ICVM nº 476, Lei 12.431 e o câmbio no papel do BNDES permitiram que o mercado de debêntures adquirisse maior profundidade.

Por fim, o último Capítulo do presente trabalho analisou a evolução do mercado de debêntures entre 2011 e 2021, alicerçado no contexto macroeconômico à época. Foi observado que o país atravessou um período instável de grandes variações na atividade economia, inflação e taxas de juros, marcado por uma grande recessão entre 2015 e 2016, que abalou a percepção de risco do país, e uma pandemia em 2020, que provocou um grande choque nos mercados globais.

Apesar dessa grande turbulência, o mercado de debentures foi resiliente nos piores momentos e apresentou forte expansão nos momentos mais favoráveis. Constatamos que a ICVM 476/09 foi responsável por libertar o mercado de debêntures da estagnação que se encontrava até então. Nesse ponto, é inegável a influência da nova instrução, uma vez que observamos que o ano de 2009 foi um marco para o mercado de debêntures sob a

perspectiva do volume captado, assim como seu sucesso é comprovado pelo amplo domínio dessa opção, representando 97,2% do volume de emissões nos últimos 11 anos. Em outro aspecto, reconhecemos que a oferta de esforços restritos teve êxito ao expandir o acesso ao mercado de dívida corporativa para companhias fechadas, representando 65% do número de emissões entre 2011 e 2021.

Ao longo desse período, podemos observar mudanças no perfil das emissões, sendo a principal delas a indexação das debentures, marcado pela grande adesão ao uso de remuneração por “DI + Spread” que substituiu o uso de emissões por “% do DI”. Nesse sentido, foi destacado a grande vantagem que os investidores brasileiros usufruem no mercado nacional pelo domínio de títulos pós-fixados, reduzindo a exposição as oscilações da inflação e das taxas de juros da economia que os *bonds* estão sujeitos, por sua natureza pré-fixada. Para além disso, verificamos que o prazo e remuneração média das debentures esteve interligado ao contexto macroeconômico da época. Durante a recessão de 2015 e 2016 foi observado uma drástica redução do prazo médio e abertura nos spreads de remuneração, seguidos de movimentos inversos após a gradual retomada econômica do país. Analisando os dados das emissões também comprovamos uma particularidade do mercado brasileiro, onde os principais investidores são as próprias instituições financeiras, expondo um artifício do instrumento como substituição das operações bancárias tradicionais.

Orientada pela hipótese de que as mudanças regulatórias e a redução da taxa básica de juros permitiram o amadurecimento do mercado de debêntures brasileiro, a pesquisa em questão concluiu que, à luz das evidências apresentadas, há parcial comprovação das suposições iniciais da pesquisa. Ainda que haja forte influência de variáveis como ICVM nº 476, Lei 12.431 e redução da presença e papel do BNDES, outro aspecto primordial influenciou diretamente no crescimento do mercado de debêntures no Brasil: a conjuntura macroeconômica à época.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALLAIN, Marcelo. Aperfeiçoamento da Regulamentação de Produtos e de Investimentos Privados em Infraestrutura no Brasil. Texto para Discussão **IPEA** n° 2526, 2019.

ALÉM, Ana Cláudia; GIAMBIAGI, Fabio. **O BNDES em um Brasil em transição**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010.

ANBIMA, B3. **Mercado de Capitais: Caminho para o Desenvolvimento**. 2019.

ANBIMA. **Projeto e Emissões Incentivadas (Lei 12.431)**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/mercado-de-capitais/projetos-e-emissoes-incentivadas-lei-12-431-consolidado-historico.htm>. Acesso em: 15 mar. 2022.

ANBIMA. **Raio X do Investidor Brasileiro**. 5ª edição, 2021. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2022.htm>. Acesso em: 20 mar. 2022.

APARECIDA, L.; LAZZARINI, S.; BORTOLUZZO, A. Financiamento de Longo Prazo: Explorando o Avanço Recente do Mercado de Debêntures Brasileiro. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 26, n. 2, 2022.

ARTERIS. Home. Disponível em: <<https://ri.arteris.com.br/>>. Acesso em: 15 mar. 2022.

BANCO Central do Brasil. Relatório de Mercado 31/01/2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/31012020>. Acesso em: 10 mar. 2022.

BARBOSA FILHO, F. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, 2017.

BRASIL. Presidência da República, Casa Civil, Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei Nº 12.431, de 24 de junho de 2011**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112431.htm>. Acesso em: 15 mar. 2022.

BRASIL. Presidência da República, Casa Civil, Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc95.htm>. Acesso em: 15 mar. 2022.

CVM. **O mercado de dívida corporativa no Brasil**: uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.

DRACH, D. Minsky, Veblen, and the endogeneity of the capitalism crises: A comparative analysis between Minsky and Veblen. **Brazilian Keynesian Review**, v. 6, n. 2, 2021.

FERNANDES, Catarina Castro. **Uma Análise do Mercado de Debêntures no Brasil: Aspectos Estruturais e Perspectivas após a Lei nº 12.431/11**. 2020. Dissertação (Programa de Pós-Graduação em Economia – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

FINNERTY, J. D. **Project finance. Engenharia financeira baseada em ativos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1998.

FRIEDLANDER, David; SCHELLER, Fernando. Empresa que elege mais políticos recebe mais recursos do BNDES. **Estadão**, 11 de dezembro de 2011. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,empresa-que-elege-mais-politicos-recebe-mais-recursos-do-bndes-imp-,809497>>. Acesso em: 15 mar. 2022.

KING, Robert G.; LEVINE, Ross. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 108, N° 3, P.717-737. 1993.

KRAUS, A. & LITZENBERGER, R.H. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. **The Journal of Finance**, v. 28, n° 4, p. 911-922, 1973.

LAZZARINI, Sergio G.; MUSACCHIO, Aldo; BANDEIRA-DE-MELO, Rodrigo; MARCON, Rosilene. **What Do State-Owned Development Banks Do? Evidence from BNDES, 2002-2009**. 2014.

MARTINS, N. M.; DRACH, D. Minsky, Veblen e a endogeneidade das crises no capitalismo. **Brazilian Keynesian Review**, v. 6, n° 2, p. 267-289, 2020.

MINSKY, H. (2008 [1975]). John Maynard Keynes. McGraw-Hill eBook, 1975.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, p. 201-297, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. **The American Economic Review**. Vol. 53, N° 3. P.433-443. 1963.

MYERS, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, nº. 3, p. 575-592, 1984.

MYERS, S.C. Capital Structure. **The Journal of Economic Perspectives**. Vol. 15, Nº 2. P.81-102. 2001.

MYERS, S.C.; MAJLUF, N.S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information The Investors Do Not Have. **Journal of Financial Economics**. Vol. 13, Nº 2. P.187-221. 1984.

PIMENTEL, R.; BORINELLI, M.; LIMA, I.; LIMA, G. Financiamento Empresarial Brasileiro no Mercado de Dívida de Longo Prazo. **Enf. Re. Cont.**, v. 27, n. 1, 2008.

PIMENTEL, R.; PERES, E.; LIMA, G. O mercado de Debêntures e o Financiamento Produtivo no Brasil: uma Análise de Cointegração e Causalidade. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 5, n. 11, 2011.

SOUZA, Angelita Matos. **BNDES, campeões nacionais, expansionismo e integração regional**. III Congresso Latinoamericano de Historia Económica y XVIII Jornadas de Historia Económica, 2012.

STIGLITZ, J. Why Financial Structure Matters. **Journal of Economic Perspectives**, v.2, n. 4, p. 121-126, 1988.

TORRES, E. Minsky: moeda, restrição de sobrevivência e hierarquia do sistema monetário globalizado. **Economia e Sociedade**, v. 29, n. 3, 2020.

TORRES, E.; MACAHYBA, L. **O Elo Perdido - O Mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas**. São Paulo: IEDI-Instituto Talento Brasil, 2012.

TORRES, E.; MACAHYBA, L. **O Elo Perdido – O Mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas**. São Paulo: IEDI-Instituto Talento Brasil, 2012.

TORRES, Ernani Teixeira. **O BNDES em uma Encruzilhada: como evitar sua desmontagem**. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, 2018.

TORRES, Ernani Teixeira. **O Crédito Corporativo De Longo Prazo Em Uma Encruzilhada: onde estamos e para onde podemos ir?** Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, 2017.

VOSSOS, Tasos; BENJAMIN, Hannah; PITCHER, Jack. Global Corporate Bonds Lost \$1 Trillion, and Risks Are Rising. **Bloomberg**, 30 de março de 2022. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-30/corporate-bonds-lost-1-trillion-and-there-s-more-trouble-ahead>>. Acesso em: 15 mar. 2022.

WAJNBERG, Daniel. **Cinco anos de debêntures de infraestrutura: uma avaliação de efetividade do instrumento**. Rio de Janeiro: BNDES, 2015.

WAJNBERG, Daniel. **Debêntures de infraestrutura: emissões realizadas e perspectivas**. Rio de Janeiro: BNDES, 2014.