

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A evolução do Mercado de Debêntures Brasileiro entre
2004-2012**

Diego Silveira Pacheco de Oliveira
Matrícula: 107385729

Orientador: Prof. Ernani Teixeira Torres Filho

Abril de 2013

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais que tanto me ajudaram durante a minha trajetória na faculdade. Agradeço também ao meu orientador Ernani Teixeira Torres Filho por ter me orientado nesse trabalho.

RESUMO

Este trabalho tem o objetivo de analisar a evolução do mercado de Debêntures do Brasil entre 2004 a 2012, apresentando primeiramente todo o processo de emissão de uma debênture, suas características quanto à forma de remuneração, garantias e repactuação, bem como o seu papel dentro da ótica do financiamento de longo prazo.

Além disso, é feita uma análise mais profunda em alguns indicadores do mercado, de forma a elucidar qual foi a sua trajetória recente e que fatores econômicos e/ou regulatórios tiveram influência em tal trajetória. É comparado o atual estágio de desenvolvimento do mercado de títulos privados de longo prazo com o mercado de outros países, e com o crédito bancário – outra alternativa de captação de recursos importante no Brasil.

Em seguida, é apresentado quais foram as principais medidas do Governo para incentivar o desenvolvimento do mercado, principalmente no que tange à lei federal 12.431 de incentivo a emissão das chamadas “Debêntures Incentivadas”. É analisado quais foram os primeiros impactos dessa medida no volume de emissões, apresentando as debêntures já emitidas sob o égide da lei, e quais projetos de investimento já foram autorizados pelos Ministérios a emitir títulos de longo prazo.

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO.....	6
CAPÍTULO I. DEBÊNTURES E SEU PAPEL NO FINANCIAMENTO.....	8
CAPÍTULO II. A TRAJETÓRIA DO MERCADO DE DEBÊNTURES ENTRE 2004-2012.....	13
II.1. Uma visão ampla do mercado.....	13
II.2. Evolução do principais aspectos do mercado.....	16
CAPÍTULO III. AS NOVAS “DEBÊNTURES INCENTIVADAS”.....	24
CONCLUSÃO.....	31
BIBLIOGRAFIA.....	33

ÍNDICE DE GRÁFICOS, QUADROS E TABELAS

Quadro 1 – Estoque de Títulos Corporativos em Países Selecionados.....	13
Gráfico 1 – Crédito - Pessoa Jurídica/PIB.....	15
Gráfico 2 – Emissão de Debêntures.....	16
Gráfico 3 – Participação do Volume por ramo de atividade.....	17
Gráfico 4 – Emissões de Debêntures por Indexador.....	19
Gráfico 5 – Volume por Espécie.....	20
Gráfico 6 – Nº de repactuações.....	21
Gráfico 7 – Volume no Mercado Secundário.....	21
Gráfico 8 – Padrão de Financiamento do Investimento na Indústria e na Infraestrutura.....	22
Tabela 1 – Debêntures Incentivadas Emitidas.....	27
Tabela 2 – Debêntures Incentivadas autorizadas.....	29

Introdução

Debêntures são títulos de dívida privados de longo prazo que fazem parte do mercado de capitais, sendo principalmente nos países desenvolvidos, uma importante fonte de financiamento para investimentos das empresas. Entretanto, o mercado brasileiro de debêntures ainda se demonstra muito incipiente, apesar da recente trajetória de crescimento do mercado. A reduzida participação do Brasil no mercado mundial de títulos corporativos de longo prazo reflete a pequena importância desse ativo como fonte de recursos de investimento das empresas.

É de fundamental importância para o desenvolvimento econômico do país um mercado de títulos corporativos maduro o suficiente para atender o aumento dos investimentos. Contudo no Brasil, a principal fonte de financiamento é o crédito bancário de curto e médio prazo, o que dificulta a realização de investimentos de prazos de maturação mais longos. Sendo assim, o Governo vêm tomando medidas de forma ampliar e aprofundar o mercado de debêntures. Nesse contexto, a principal medida adotada foi a publicação da lei 12.431, que incentiva a emissão das “Debêntures Incentivadas” – títulos privados de longo prazo vinculados a projetos de investimentos de infraestrutura, pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Esse trabalho tem como objetivo definir e contextualizar as debêntures dentro da ótica do financiamento, além de apresentar as características e a trajetória do mercado no período entre 2004 até 2012. Por último, será apresentando quais foram as medidas tomadas pelo Governo para promover o desenvolvimento do mercado de debêntures, principalmente no que tange a lei 12.431.

O trabalho está dividido em três capítulos. O primeiro deles é de cunho mais teórico, onde é definido o que é uma debênture, sendo descrito toda a estrutura do processo de emissão. Além disso, é apresentado quais são as principais características desse instrumento de financiamento em relação a sua forma de emissão e remuneração, suas garantias e outras características específicas desse ativo. Por último, é discutido qual é o papel das debêntures dentro da ótica das relações financeiras, mais especificamente dentro das alternativas de financiamento.

O segundo capítulo é dividido em duas partes. Na primeira, é apresentado o mercado de debêntures de uma forma mais ampla, confrontando-o com os mercados de

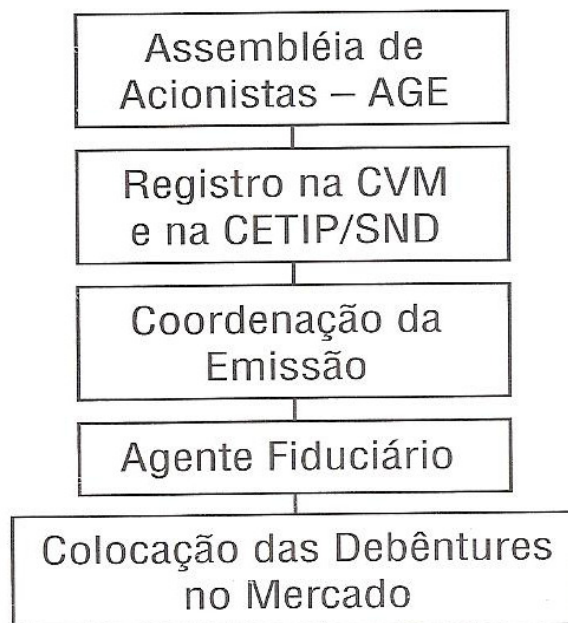
outros países e com a principal fonte de financiamento do país: o crédito bancário. Com base nessas comparações é discutido quais foram os principais obstáculos para o desenvolvimento deste mercado nos últimos. A segunda parte do capítulo tem o objetivo de contextualizar o mercado com base em sua trajetória desde 2004, utilizando-se de dados referentes a evolução do mercado primário e secundário, ao volume de emissão por ramo de atividade, bem como outros aspectos relevantes do mercado.

O terceiro e último capítulo expõe quais foram as medidas adotadas pelo Governo para combater os principais problemas do mercado, e promover o seu desenvolvimento. De forma mais específica é apresentada a nova lei 12.431, que incentiva a emissão de títulos privados de longo prazo que sejam vinculados a setores de infraestrutura cujo o Governo julga essencial para o desenvolvimento econômico do país. Além disso, é apresentado as debêntures que já foram emitidas sob a égide da lei 12.431 e quais foram as principais estratégias escolhidas pelos seus emissores, além das debêntures que já foram autorizadas porém ainda não emitidas. Por fim, é discutido quais serão os possíveis alvos para essas debêntures autorizadas, bem como a sua recepção no atual contexto do mercado de capitais brasileiro.

Capítulo I – Debêntures e seu papel no financiamento corporativo

Debêntures são títulos corporativos, que só podem ser emitidas por sociedades anônimas não-financeiras de capital aberto. Seu principal objetivo é captar recursos de médio e longo prazo. Esses títulos são destinados geralmente a estender o perfil do passivo da empresa ou para o financiamento de projetos de investimentos. Existe também a possibilidade de as sociedades anônimas de capital fechado emitirem debêntures para agentes financeiros específicos ou para subscrição pública com restrições.

A estrutura de emissão de debêntures segue o seguinte influxo:



A AGE – Assembléia Geral Extraordinária (ou também conhecida como assembléia de acionistas) – aprova um documento conhecido como Escritura de Emissão, no qual está declarado as condições de emissão dos títulos. Essa escritura define os direitos dos possuidores do título e os deveres dos emitentes, bem como todas as condições de emissão (montante a ser lançado, prazo de emissão, remuneração, garantias, etc).

A emissão deve ser registrada na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de forma equivalente a uma autorização de lançamento público dos títulos. Além disso, como as debêntures são emitidas de forma apenas escritural, esses títulos devem ser

registrados na Cetip/SND (Sistema Nacional de Debêntures), onde serão realizados o controle operacional de transferência e a liquidação financeira das negociações.

A emissão de debêntures pode ser pública – quando oferecidas ao público em geral através do mercado primário – ou mediante oferta privada (geralmente tal emissão é feita para investidores institucionais e grandes investidores). Caso seja escolhida a oferta pública, é necessária a coordenação de uma, ou mais, instituições financeiras, como Corretoras, Bancos de Investimento, etc. (Neto 2005)

Os direitos dos credores são defendidos perante a empresa emissora por um agente fiduciário. Basicamente, esta instituição deve zelar pelo cumprimento das obrigações constantes da escritura de emissão, desenvolver relatórios à cerca do desempenho da empresa emissora, denunciar qualquer ato que prejudique os debenturistas, etc.

As debêntures possuem algumas características peculiares quanto as suas condições de emissão e de remuneração, suas garantias e, por fim, quanto a sua classe.

- a) A emissão pode ser por séries, com o objetivo de acomodar o montante de recursos captados às necessidades de caixa da empresa ou à demanda de mercado. Além disso, o número de emissões e de séries pode estabelecer volumes, condições e vencimentos diferentes, que muitas vezes são colocados em tesouraria para lançamento posterior, em um momento visto como mais oportuno pela empresa emissora.

- b) Os rendimentos das debêntures correspondem ao valor da taxa de juros definida no contrato e pelos prêmios a serem pagos, que podem ser pós-fixados ou prefixados. Através da Instrução CMV 404, de 13/02/04 foram definidas as alternativas de rendimento para as debêntures padronizadas que podem oferecer: uma taxa prefixada ou pós-fixada (nessa última hipótese, o rendimento é composto por um indexador); a variação da taxa do dólar americano; a taxa de depósito interfinanceiro (o DI); e por fim, um índice de preço mais um spread de taxa de juros. Essas condições podem ser fixas pelo prazo total da dívida ou estarem sujeitas a repactuação. Nesse caso o debenturista pode aceitar as novas condições estabelecidas pela empresa, ou exigir o resgate dos títulos. Se houver liquidação antecipada, a empresa poderá recolocar no mercado a debênture resgatada nas novas condições de repactuação. (Fortuna 2011)

c) Os tipos de garantia (espécies) das debêntures para o caso de inadimplemento da empresa emissora, são classificados de quatro formas diferentes:

- ✓ Subordinadas – em caso de liquidação da sociedade emissora, os investidores possuem preferência para reembolso do capital aplicado somente sobre os acionistas;
- ✓ Quirográficas – em que não há nenhum tipo de preferência ou garantia aos debenturistas;
- ✓ Flutuantes – em que os debenturistas possuem privilégio sobre o ativo total da empresa, sem impedir todavia sua possível negociação. Caso o valor de emissão supere o capital social, sua emissão será limitada em 70% do ativo subtraindo-se as dívidas garantidas por direitos reais; e
- ✓ Real – são aquelas de melhor qualidade onde a garantia é dada por hipoteca ou penhor de certos bens específicos, sendo estes, não disponíveis para qualquer negociação. Possui limite de emissão de 80% do valor dos bens fornecidos como garantia, quando o valor da emissão superar o valor do capital social.

d) Quanto a sua classe ou tipo, as debêntures podem ser simples, conversíveis ou permutáveis. As simples fornecem apenas o direito ao credor a receber juros e correção monetária. No caso das conversíveis, o credor detém ainda a opção de converter as suas debêntures em ações da empresa emissora, após determinado prazo de emissão. Por último, as debêntures permutáveis fornecem ao credor o direito de optar em transformar suas debêntures em ações que não sejam da empresa emissora.

Além disso, é preciso ter em mente que a debênture é uma forma de financiamento através de empréstimo a médio e longo prazo, onde os compradores são credores (investidores) que esperam receber juros periodicamente e reembolso do valor

nominal do título (principal) nas datas de vencimento. Assim, é importante analisar de que forma esses títulos se enquadram dentro das relações financeiras existentes, ou seja, sob a ótica das diferentes alternativas de financiamento que uma empresa pode escolher, já que, esta pode utilizar capital próprio ou outras formas de capital de terceiros para financiar seus investimentos.

Relações financeiras são definidas quando um agente econômico transfere o direito de um determinado montante de seu fluxo de caixa futuro a terceiros. Assim, o beneficiário assume uma obrigação de pagamento futuro na forma de renda variável (lucro), renda fixa (juros) ou ainda de devolução futura do principal. Com essa transferência de recursos, o beneficiário se torna capaz de efetivar certos gastos – não necessariamente com investimentos – que não seriam viáveis em outra situação. Dessa forma, há uma separação entre aquele que possui a renda e o que de fato a utiliza, o que torna o processo de alocação de recursos muito mais dinâmico e eficiente, contribuindo assim, para o desenvolvimento econômico. (Carvalho 2001). Neste sentido, o crédito é uma forma de relação financeira.

Para que as relações financeiras funcionem de forma eficiente é necessária a existência de dois agentes: os superavitários e os deficitários. Os primeiros consistem naqueles indivíduos cuja renda corrente é superior ao seu dispêndio para aquele mesmo período, ou dispõe de ativos líquidos que deseja realocar. Esses agentes possuem, assim uma poupança financeira que pode ser utilizada na compra de um determinado ativo que servirá como meio de acumulação de capital. Uma das formas de alocação desse excedente é com a aquisição de direitos sobre a renda futura de outro agente, ou seja, aplicando em ativos financeiros.

Por outro lado, os agentes deficitários são aqueles que demandam poupanças financeiras. Isso ocorre do fato de ter que fazer frente a um gasto maior do que a sua renda corrente ou desejarem aumentar a proporção de liquidez em sua carteira de ativo, e para isso, estão dispostos a abrir mão de uma parcela de sua renda futura. Em contrapartida, os agentes deficitários emitem uma obrigação para aqueles que o financiaram, garantindo o pagamento da dívida e dos respectivos rendimentos em um determinado prazo no futuro.

No que tange as alternativas de financiamento, existem basicamente duas opções: as intermediadas e as desintermediadas. Relações financeiras intermediadas são aquelas em que uma instituição financeira se interpõe entre o credor (agente

superavitário) e o devedor (agente deficitário), canalizando assim recursos do emprestador para o tomador. O melhor exemplo para este processo é quando o banco opera captando depósitos, ou seja, assumindo obrigações junto aos depositantes, e utiliza esses recursos para comprar ativos sob a forma de dívida dos tomadores. Sendo assim, o depósito que o cliente faz se transforma em um empréstimo para o emissor da dívida, onde o banco assume o papel de intermediar e alocar esses recursos entre os agentes superavitários e os agentes deficitários. Neste sentido, o crédito é intermediado.

Já as relações financeiras desintermediadas são por definição, aquelas em que o financiador empresta diretamente ao tomador. Portanto, os recursos dos agentes superavitários são repassados aos agentes deficitários sem a ajuda de uma instituição financeira atuando como intermediadora. Neste ponto de vista, o mercado de capitais se enquadra dentro das operações desintermediadas.

Outra importante distinção entre as duas alternativas de financiamento citadas acima está relacionada ao chamado risco de crédito – o risco de *default* do ponto de vista dos credores. No caso dos financiamentos intermediados, o risco de crédito recai sobre a instituição financeira que realiza o empréstimo, e não sobre os depositantes. Isso ocorre pois, os depositantes emprestam dinheiro ao banco, e não ao tomador último. Já no caso dos financiamentos desintermediados o risco de crédito incide sobre o emprestador e não sobre a instituição financeira, uma vez que esta apenas promove o encontro entre emprestador e tomador.

As debêntures, portanto, são uma forma de financiamento baseado em relações financeiras desintermediadas, fazendo assim, parte do mercado de capitais. A empresa emissora do título capta recursos diretamente de seu credor, o comprador do título, sem a intermediação de qualquer instituição financeira e o risco de crédito recai sobre os seus credores, centralizado na performance da empresa emissora. Normalmente, as instituições financeiras participam do processo de emissão de debêntures somente para auxiliar sua distribuição junto a outros investidores.

Capítulo II – A trajetória do mercado de debêntures entre 2004 – 2012

II.1 – Uma visão ampla do mercado

Atualmente o Brasil possui um mercado de títulos privados de longo prazo ainda pouco desenvolvido. Se o mercado de debêntures brasileiro for comparado não só com os mercados de países desenvolvidos, mas também com os mercados de países emergentes percebe-se que o seu estágio de desenvolvimento está em degrau bem abaixo dos existentes internacionalmente. O Quadro 1 apresenta a evolução do estoque de títulos corporativos ponderado pelo PIB de diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento nos últimos anos.

Quadro 1

Estoque de Títulos Corporativos em Países Seleccionados

	Em % do PIB									Em % Mundo	
	1990	1995	2000	2002	2004	2006	2008	2009	2010	1990	2010
Países Desenvolvidos											
Estados Unidos	21,9	22,0	23,2	22,4	21,5	20,6	20,4	19,8	19,7	63,5	43,1
Japão	9,3	10,5	15,0	16,0	18,6	14,8	17,5	16,0	17,9	14,0	13,5
França	10,8	9,1	10,0	12,0	12,3	10,6	11,2	9,8	10,9	5,5	4,3
Alemanha	0,1	0,2	1,3	2,9	4,9	4,9	8,3	10,5	10,7	0,1	5,3
Reino Unido	2,8	2,6	1,8	1,7	1,4	0,9	0,6	1,0	0,9	1,4	0,3
Emergentes Latino- Americanos											
Argentina	0,0	1,2	2,6	9,1	6,3	5,4	2,4	2,4	1,8	0,0	0,1
Brasil	0,5	0,3	0,6	0,5	0,4	0,6	0,5	...	0,1
Chile	3,9	3,4	4,8	11,0	12,0	10,3	10,6	17,0	14,6	0,1	0,5
Colômbia	0,3	1,0	0,1	0,3	0,5	0,5	0,3	0,4	0,6	0,0	0,3
México	1,4	0,7	0,0	1,5	2,4	2,9	2,3	3,3	3,4	0,2	0,5
Emergentes Asiáticos											
Índia	...	0,0	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	1,4	1,4	0,0	0,4
China	0,7	0,7	0,9	1,0	0,9	2,6	4,1	7,1	8,8	0,0	7,8
Coréia do Sul	17,3	20,0	37,4	44,0	32,5	24,3	23,4	37,1	37,5	2,3	5,7
Malásia	2,5	10,3	23,1	20,5	19,7	20,8	25,0	31,4	35,8	0,6	1,3

Fonte: Torres (2012) Elo perdido

Como pode ser visto, em 2010 o estoque de títulos corporativos do Brasil representava apenas 0,5% do PIB nacional, valor ínfimo se comparado com os dos países desenvolvidos – EUA, Japão, França e Alemanha – e de países emergentes

asiáticos – Índia, China, Coréia do Sul. Este valor está abaixo dos valores de seus vizinhos latino-americanos como Argentina, México, Colômbia e principalmente Chile. Outro aspecto negativo apresentado pelo Quadro 1 é o fato de que em 2010 o Brasil apresentava a mesma proporção de estoque de títulos/PIB que em 2000, ou seja, o país não evoluiu neste quesito na última década.

Baseando-se no Quadro 1 é visto que a atual atrofia do mercado brasileiro de títulos privados de longo prazo não pode ser explicada por problemas estruturais inerentes a economias em desenvolvimento, ou até mesmo a aspectos exclusivos das economias dos países latino-americanos, mas sim por questões particulares intrínsecas na atual realidade econômica do país.

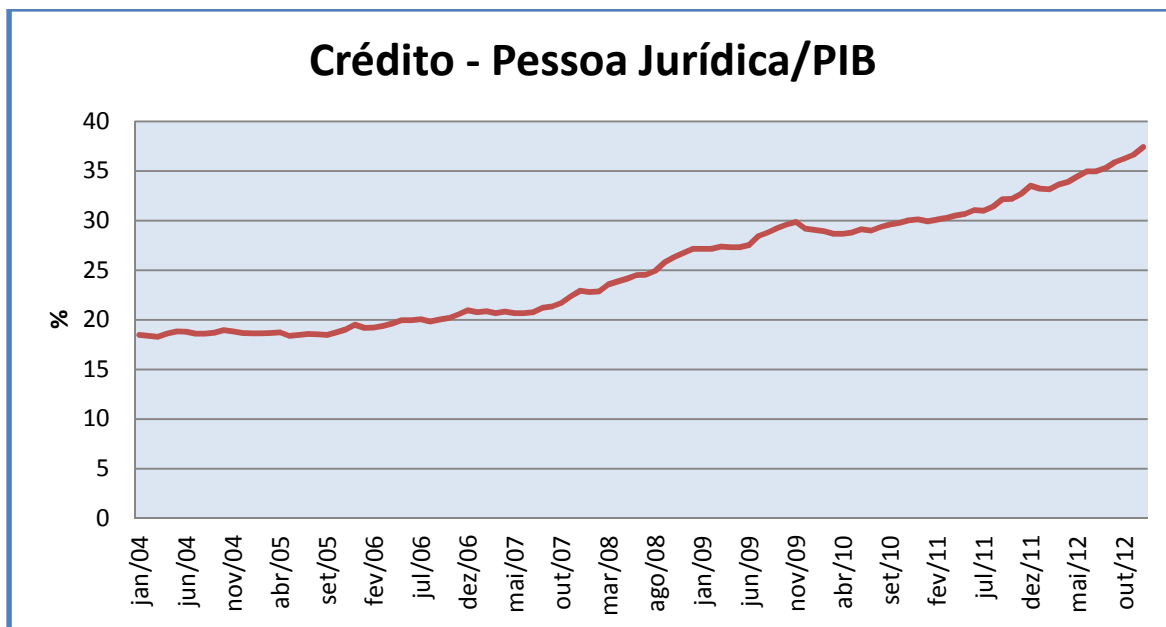
Esse cenário de baixo desenvolvimento do mercado de títulos corporativos de longo prazo também pode ser verificado quando comparado com outra forma de financiamento utilizado pelas empresas nacionais: o crédito bancário. Da mesma forma que o títulos corporativos, o crédito bancário exerce papel importantíssimo no desenvolvimento econômico de um país. Uma maior disponibilidade de financiamentos de longo prazo contribui para que empresas possam realizar empreendimentos de maior escala com prazos de retorno do capital aplicado bem mais longos, que por conseguinte, realimenta o processo de crescimento econômico. Países com baixo desenvolvimento do mercado de crédito e de capitais tendem a apresentar baixo crescimento da capacidade produtiva, já que, as empresas tendem a se autofinanciar (basicamente através dos lucros retidos) o que diminui consideravelmente a dinâmica de investimento do país.

Conforme apresentado pelo Gráfico 1 a proporção entre crédito destinado a empresas e PIB vêm crescendo de forma rápida e sustentada desde 2004, saindo de 18,5% e alcançando o valor de 37,4% em 2012. Apesar da crise financeira ocorrida em meados de 2008 que abalou o setor bancário em todo mundo e reduziu drasticamente o volume de crédito negociado internacionalmente por bancos privados, o mercado brasileiro continuou a sua trajetória de crescimento, sustentado pelos bancos mistos (Banco do Brasil e Caixa Econômica) e principalmente pelos maciços empréstimos concedidos pelo BNDES.

A partir de 2004, este cenário de crescimento foi baseado em uma nova realidade econômica do país até então: inflação controlada abaixo dos dois dígitos, maior controle cambial e superávit fiscal sustentado. Contudo, apesar desse cenário propício para a evolução do mercado de crédito, o mesmo não ocorreu com o mercado

de títulos privados, uma vez que o estoque de títulos corporativos/PIB em 2010 era o mesmo que em uma década anterior (0,5%).

Gráfico 1



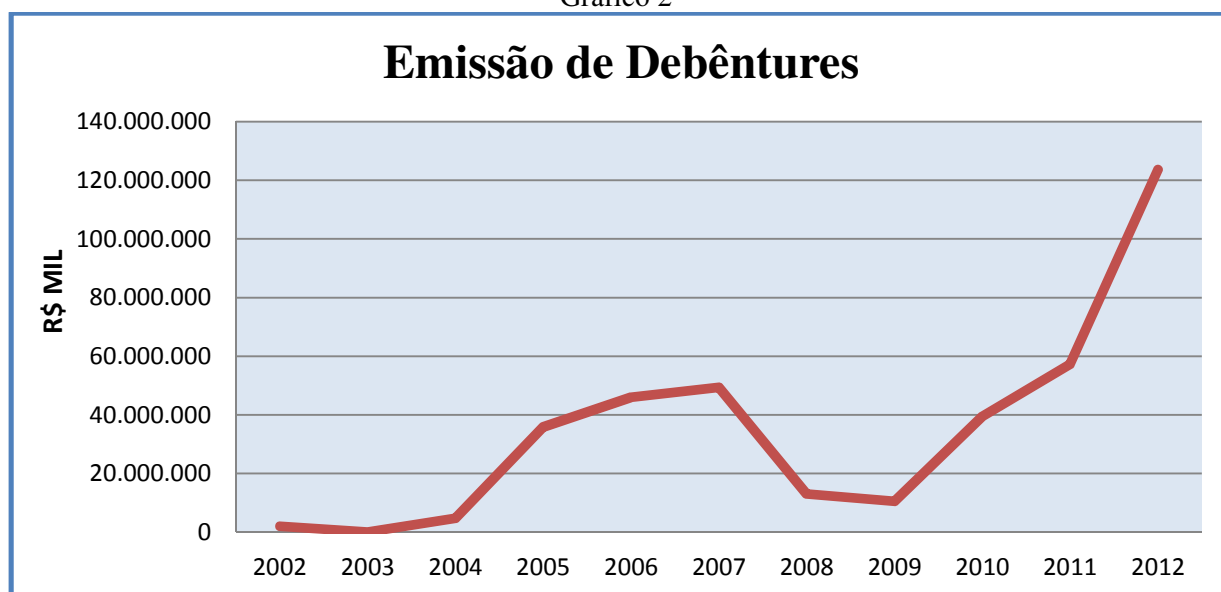
Fonte: Bacen. Elaboração do Autor

O principal motivo para o fraco desempenho do mercado de debêntures nesse período pode ser determinado pelo histórico nacional de manutenção de taxas de juros nominais e reais em níveis altíssimos se comparado com os níveis praticados ao redor do mundo. Neste contexto de taxa de juros elevadas, torna-se difícil para as debêntures competirem com os títulos públicos, uma vez que estes ativos possuem alta liquidez e baixo, ou quase nenhum, risco de crédito. Entretanto, este cenário tende a ser alterado no curto e/ou médio prazo, já que, a taxa de juros vêm em uma franca tendência de queda nos últimos anos, e aparentemente tende a ser mantido no atual nível de 7,25% ao mês (Boletim Focus 2013), que por sua vez, deve mover mais a demanda interna e externa por ativos privados de longo prazo em direção aos títulos corporativos.

II.2 – Evolução dos principais aspectos do mercado

Em relação ao mercado primário de debêntures o seu volume sofreu com grandes variações nos últimos anos, conforme apresentado no gráfico abaixo, no qual se contempla apenas os ativos ainda registrados na SND.

Gráfico 2



Fonte: SND. Elaboração do Autor

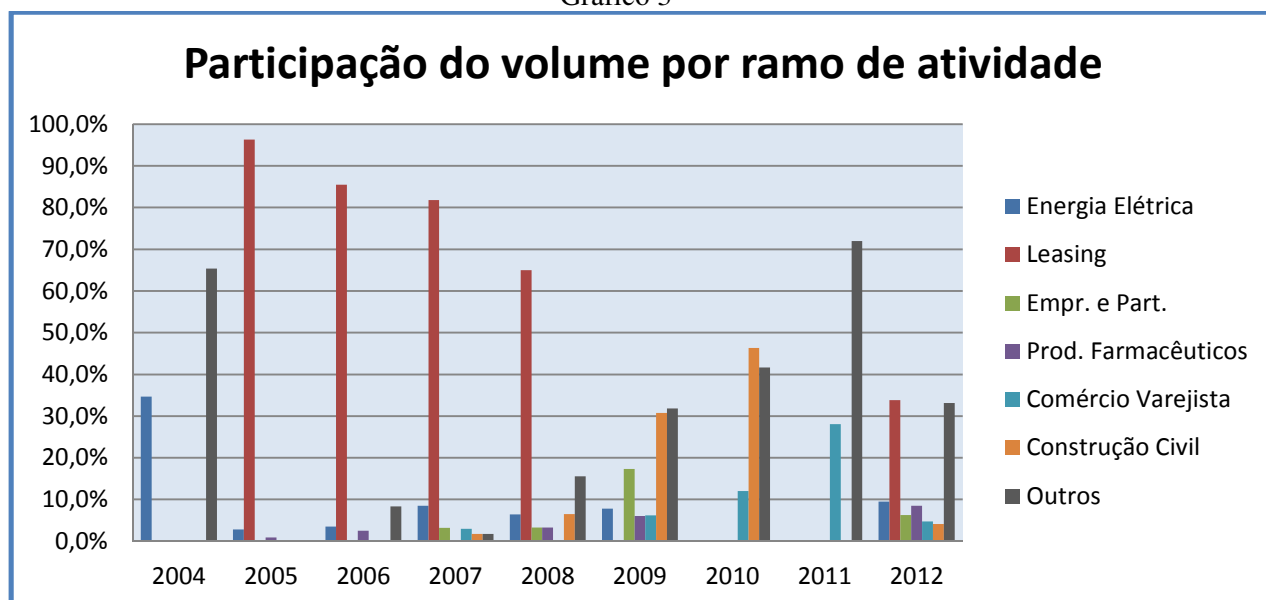
Houve um elevado crescimento de emissão de debêntures na última década, com o volume saindo de apenas 2 bilhões de reais em 2002 e alcançando 123 bilhões em 2012. Esse incremento ocorreu entre 2004 e 2007, e principalmente nos últimos dois anos, sendo triplicado o volume de debêntures emitidas (40 bilhões em 2010 para mais de 120 bilhões em 2012). Essa trajetória de crescimento pode ser justificada pelo aumento da liquidez internacional no período, bem como pelas melhorias das condições externas da economia brasileira. Em contrapartida, a quebra dessa trajetória a partir de 2007 pode ser atribuído ao cenário internancional de grande instabilidade econômica e financeira além da crise de confiança que assolou a economia mundial entre 2008 e 2009.

Em 2008 o volume chegou a aproximadamente a 11 bilhões, bem abaixo do volume pré-crise de 31 bilhões em 2005. Contudo, desde 2009 o mercado tem-se recuperado com um crescimento consistente, atingindo o pico histórico em 2012. Um fator que pode ter contribuído para o grande crescimento de emissões em 2012 é queda

da taxa de juros, uma vez que o Banco Central a reduziu em 3,5 pontos percentuais ao longo do ano.

Analisando-se esse desempenho por tipo de emissor (Gráfico 3), observa-se, no entanto, que há muita volatilidade entre os principais emissores ao longo do período. Assim, o expressivo crescimento da emissão de títulos corporativos entre 2004 e 2007 pode ser justificado pelo fato de que houve um aumento de emissões de empresas de leasing, que por sua vez são controladas por grandes bancos. Nesse período o lançamento de debêntures por essas empresas de arrendamento mercantil respondeu por 66% em média do valor total das emissões, um volume desproporcional frente aos demais participantes desse mercado. Basta ver que a segunda posição foi das empresas do setor de energia elétrica com 12% em média do total.

Gráfico 3



Fonte: SND. Elaboração do Autor com base na classificação setorial da SND

Na verdade, essas emissões refletem uma arbitragem fiscal realizada pelos bancos, que são legalmente impedidos de lançar debêntures. Para evitar essa limitação, essas instituições utilizam as leasing que controlam para emitir esses títulos e tomar recursos. Essa foi uma maneira encontrada pelos bancos de isentarem essas captações da obrigação de realizarem depósitos compulsórios no Banco Central, o que só se aplica sobre suas captações através de Certificados de Depósitos à Prazo.

Entre 2009 e 2011, esse tipo de arbitragem deixou de ser realizada por duas razões. Em primeiro lugar, os negócios realizados com os títulos das empresas de

leasing passaram a serem alvos dos depósitos compulsórios, eliminando assim as vantagens existentes. Em segundo lugar, as Letras Financeiras (títulos de dívida de longo prazo dos bancos) passaram a ser isentas de depósitos compulsórios junto ao Banco Central. Contudo, em 2012 essas empresas voltaram a utilizar de arbitragem fiscal para captar recursos na emissão de debêntures. Tal vantagem está relacionada com a eliminação do IOF – Imposto sobre Operações Financeiras – de curto prazo incidente sobre a negociação de ativos com prazo inferiores a 30 dias.

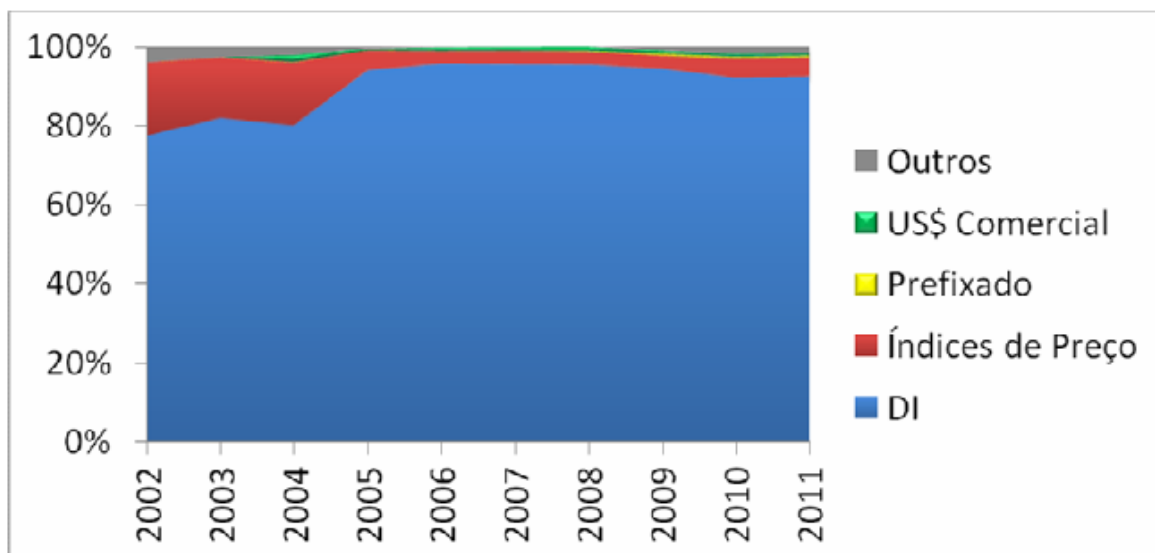
Desde 2009 empresas de outros ramos passaram a ter maior participação na emissão de títulos corporativos. Percebe-se um crescimento significativo de debêntures de empresas do ramo de construção civil (apesar de não ter havido emissões deste ramo em 2011) e do ramo de comércio varejista. Entre 2007 e 2010 a participação das debêntures de construção civil aumentou de 1,7% para mais de 46%, enquanto que a participação dos títulos de empresas ligadas ao comércio varejista saiu de 6,2% em 2009 para mais de 28% em 2011, voltando a diminuir a sua participação em 2012. Além disso, houve um grande aumento da diversificação das emissões de debêntures a partir de 2008. Empresas ligadas a outros setores como o farmacêutico, cimentos e aviação expandiram a sua participação no mercado. A participação média das empresas não referenciadas no Gráfico 3 (entende-se por “Outros”) entre 2008 e 2012 foi de 39%, sendo a maior nesse período.

Em relação aos indexadores das debêntures (Gráfico 4), percebe-se que houve predominância dos títulos indexados à taxa de depósito interbancário (DI) – atrelados portanto a Selic – em que mais de 90% das debêntures emitidas nos últimos 10 anos foram atreladas a essa taxa. Esse cenário demonstra como as debêntures ainda se mantêm pouco atrativas para emissores que se interessam por investimento de longo prazo. Isso ocorre pois, se houver qualquer variação da taxa básica de juros (Selic) não há perda de valor do título para tomador. Sendo assim, apesar de ser do interesse do comprador, a indexação à taxa DI faz com que esse financiamento seja mais arriscado para investimentos com um prazo mais longo, uma vez que o risco de flutuações da taxa de juros é exclusivamente assumido pela empresa emissora.

Contudo, a indexação das debêntures à taxa DI foi uma forma encontrada pelos emissores de atraírem demanda para os seus títulos, já que as debêntures possuem substitutos próximos (títulos públicos) que são atrelados à Selic e têm uma elevada liquidez. Uma outra razão para tal comportamento do emissores de títulos corporativos

é o fato de ainda existir uma memória recente dos chamados “choques de juros” – variação abrupta da taxa de juros – o que torna relativamente escassa a demanda por ativos de longo prazo atrelado a outros referenciais que não sejam o DI.

Gráfico 4
Emissões de Debêntures por Indexador (Em R\$)



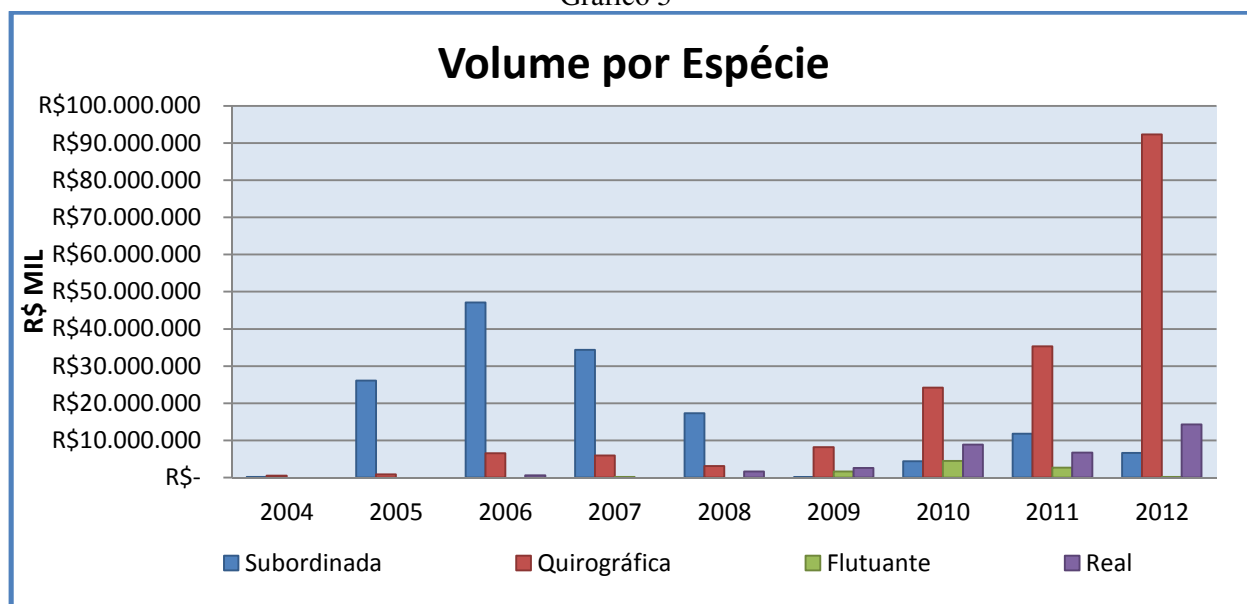
Fonte: Torres (2012) Elo Perdido.

Entretanto, percebe-se um ligeiro aumento da emissão de títulos atrelados à índices de preços (IPCA ou IGP-M) a partir de 2010. Isso se deve principalmente a dois fatores: em primeiro lugar ao cenário de queda consistente dos juros, o que contribuiu para o aumento da inflação no período subsequente (a Selic caiu de 12,50% em agosto de 2011 para 7,25% em outubro de 2012); e em segundo lugar aos fundos de investimento dos bancos que são grandes tomadores desses ativos também.

No que tange as garantias das debêntures, percebe-se a partir do Gráfico 5 que entre 2005 e 2008 houve predomínio da espécie subordinada em detrimento das outras garantias. Como esse tipo de debênture requer um grau de confiança muito grande entre o tomador frente ao investidor, esse predomínio se deve ao fato de que os bancos passaram a adquirir eles mesmos as debêntures de suas leasing ou colocaram esses papéis junto aos clientes com garantias de recompra, substituindo as CDBs. Entretanto, desde de 2009 a espécie quirográfica têm aumentado consistentemente a sua participação no mercado primário, junto com as demais espécies – flutuante e real – enquanto que emissões das espécies subordinada têm diminuído o seu volume. Percebe-

se portanto, que houve uma inversão na concentração das espécies de debêntures, entre a subordinada e a quirográfica.

Gráfico 5



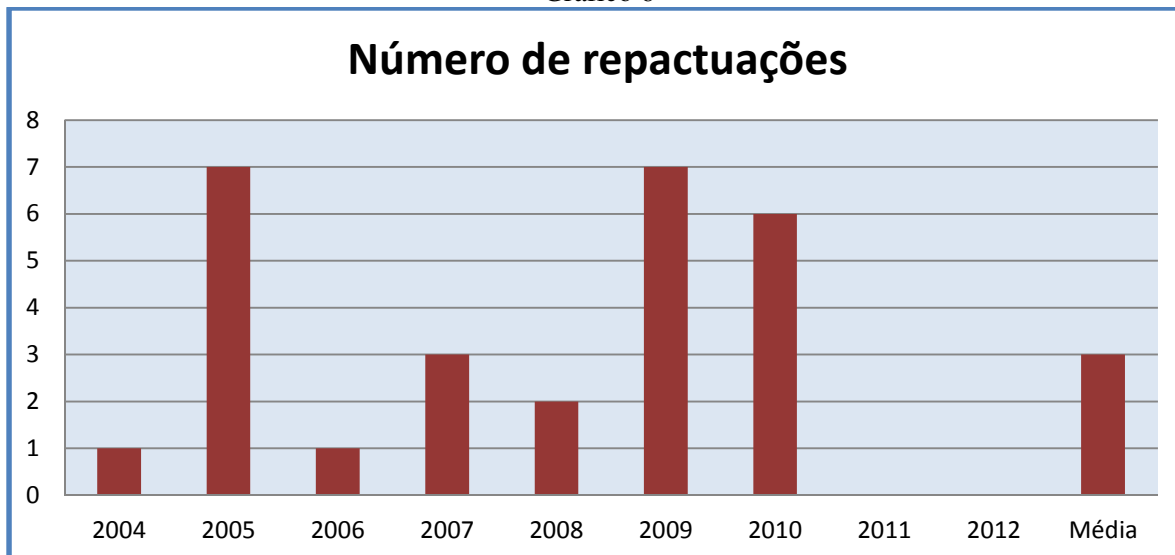
Fonte: SND. Elaboração do Autor

O gráfico 6 apresenta como o mercado de debêntures se comportou nos últimos anos quanto ao número de repactuações. Percebe-se uma significativa variação nesses números, sendo o máximo de sete repactuações nos anos de 2005 e 2009 e o mínimo de nenhuma em 2011 e 2012. Sendo assim, não existe um padrão definido no mercado quanto a alterações na remuneração dos títulos, em alguns anos existem algumas alterações, e em outros isso não ocorre, sendo a média de três repactuações por ano. É importante ressaltar que esses dados fazem referência apenas as debêntures ainda registradas na SND, não englobando portanto, os ativos já excluídos (aqueles que já sofreram amortização).

Quanto ao mercado secundário percebe-se um enorme crescimento de seu volume negociado entre 2007 e 2009, apesar da crise financeira internacional vivida nesse mesmo período, e também ao longo de 2012. Em 2007 o volume financeiro ficou um pouco acima de 9 bilhões de reais, atingindo o valor de 75 bilhões de reais em apenas dois anos, apresentando um crescimento superior à 700%. Contudo, em 2009 houve um pequeno declínio desse volume que se consolidou acima de 70 bilhões anuais nos dois anos seguintes. Contudo, o volume do mercado voltou a crescer no ano

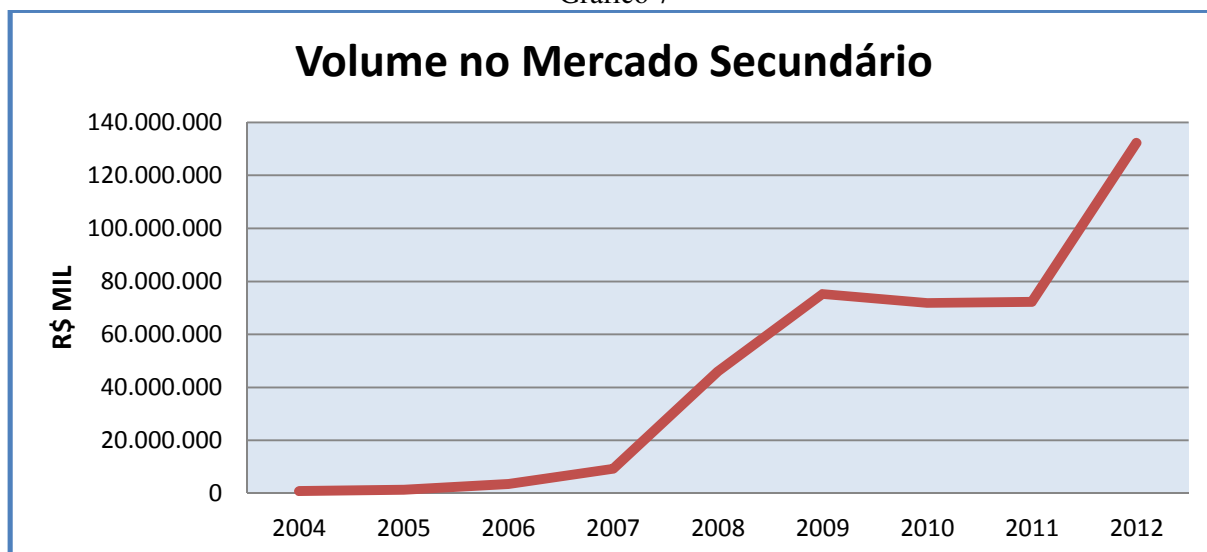
passado, alcançando o seu pico histórico no valor de 132 bilhões de reais, quase dobrando o volume registrado nos dois anos anteriores

Gráfico 6



Fonte: SND. Elaboração do Autor

Gráfico 7



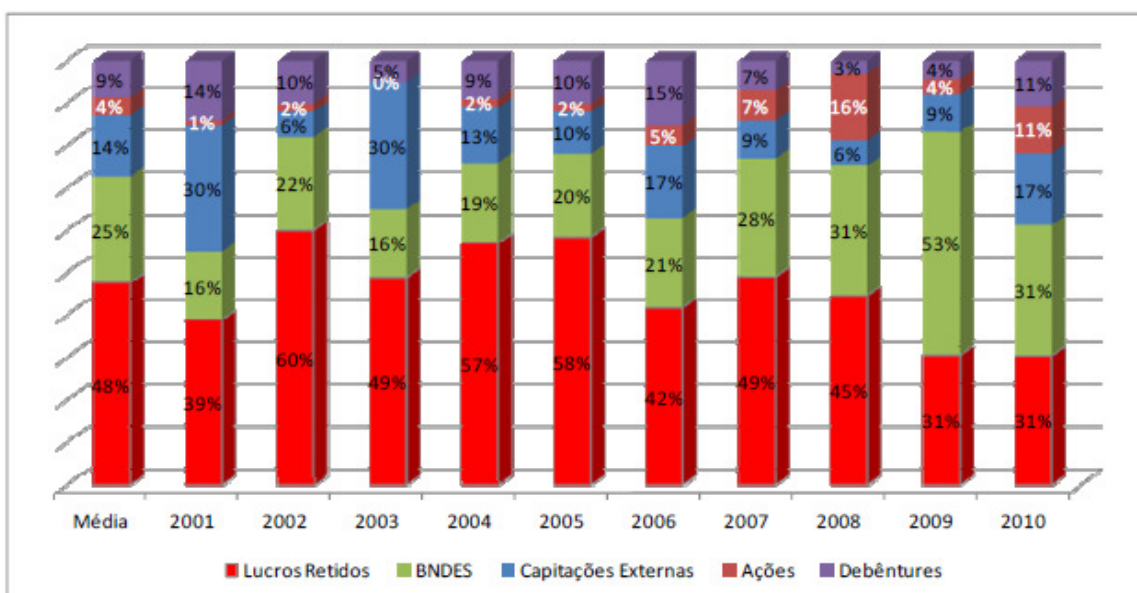
Fonte: SND. Elaboração do autor com base no PU médio de negociação no SND e a quantidade de papéis negociados

Entretanto o volume do mercado secundário de debêntures ainda está muito abaixo do seu potencial se comparado com o mercado de ações. Isso pode ser visto analisando o volume médio diário em ambos os mercados. Em 2012 o volume financeiro médio do mercado acionário ficou em torno de 7,25 bilhões de reais, ao passo

que no mesmo ano o volume médio diário no mercado de debêntures foi de apenas 600 milhões. Essa falta de liquidez no mercado secundário afeta o crescimento de todo o mercado de debêntures no Brasil, dificultando a inserção desse instrumento como uma alternativa para captar recursos para investimento – principalmente de prazos mais longos – das empresas nacionais.

Esse cenário de baixa participação do mercado de debêntures dentro das fontes financiamentos das empresas brasileiras, principalmente nos setores industriais e de infra-estrutura, é visto de forma mais clara analisando o gráfico abaixo.

Gráfico 8
Padrão de Financiamento do Investimento na Indústria e na Infra-Estrutura (Em %)



Fonte: Torres (2012) Elo Perdido.

É visto que durante a última década a principal fonte de capital para investimentos dentro desses dois setores tem origem na própria empresa a partir dos lucros retidos, apresentando média de 48% de participação dentre as alternativas de financiamento neste período. Em segundo lugar e terceiro lugar vêm respectivamente, os empréstimos nacionais, onde o BNDES ocupa papel predominante neste segmento, com média de 25% e os empréstimos em moeda estrangeira com 14% do total. Dos restantes 13% do mercado de capitais 9% são do mercado de debêntures e somente 4% da bolsa de valores.

Contudo, o papel exercido pelo mercado acionário ultrapassa consideravelmente a sua influência como fonte de investimento direto. A existência de um mercado de

ações relativamente desenvolvido, apresentando certo grau de liquidez, gera uma grande contribuição para uma maior flexibilidade na gestão das carteiras das empresas nacionais.

Capítulo III – As novas “Debêntures incentivadas”

Conforme apresentado no capítulo anterior o mercado de títulos corporativos de longo prazo no país apresenta diversos obstáculos para o seu desenvolvimento. Dentro destes problemas pode-se citar principalmente:

- Elevada concentração no mercado primário;
- Baixa liquidez do mercado secundário;
- Grande preferência dos investidores por debêntures indexadas à taxa de juros diárias;

De forma a solucionar tais problemas e incentivar o financiamento de investimento para setores nos quais o Governo Federal julga estratégicos da economia, foram introduzidas no fim de 2010 as chamadas “Debêntures incentivadas”. O que torna esse tipo de título privado de longo prazo especial é o fato de estar sujeito a nova lei federal nº12.431/2011. Essa lei tem como objetivo atrair investidores nacionais e estrangeiros para o mercado de debêntures para suprir parte da demanda das empresas por recursos para o financiamento de investimentos de prazos mais longos. Essencialmente, essa lei visa alargar e aumentar a profundidade dos mercados primário e secundário, elevando a base de investidores que atuam na oferta primária e no giro do mercado secundário.

Na prática a lei 12.431 introduziu medidas de incentivo fiscal à aquisição de títulos privados de longo prazo vinculados exclusivamente em projetos de investimentos. Essas medidas podem ser agrupadas em quatro grupos:

- a) “Títulos de investimento” para estrangeiros – benefício de alíquota zero de imposto de renda para rendimentos de títulos privados com características específicas de prazo médio e remuneração, cujos recursos captados sejam aplicados exclusivamente em projetos de investimento e destinados, para investidores estrangeiros. Os projetos de investimento não precisam passar por autorização prévia do governo;
- b) “Debêntures de infraestrutura” (residentes ou não-residentes) – isenção/redução do imposto de renda para debêntures com as mesmas

características específicas de prazo e remuneração. Contudo, os recursos captados devem, necessariamente, serem aplicados à projetos de investimento nas áreas de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados prioritários pelo Governo Federal. Nesse caso, é necessário que o projeto de investimento seja analisado e autorizado previamente pelo governo (mais especificadamente pelos ministérios setoriais);

- c) Constituição de fundos de investimento constituídos por debêntures que gozam dos incentivos da lei 12.431; e
- d) Aprimoramento da legislação de Fundos de Investimento em Participações (FIP), dos Fundos de Investimento em Participações em áreas de infraestrutura (FIP-IE) e criação dos Fundo de Investimento em Participações em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I). Esses fundos devem aplicar no mínimo 90% de seu patrimônio em ativos (dívidas e/ou ações) emitidas por sociedades de propósito específico que sejam atreladas a projetos de infraestrutura ou produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Dentre essas iniciativas a que possui um maior impacto no mercado é a concessão de alíquota zero do imposto de renda para não-residentes nos rendimentos (juros e ganhos de capital) gerados por títulos privados vinculados a projetos de investimentos, se adquiridos a partir de janeiro de 2011. Dessa forma, é eliminada a vantagem fiscal existente até então entre os títulos privados e os títulos públicos, uma vez que os papéis do governo já dispunham de isenção do imposto de renda para investidores estrangeiros.

Esse mesmo tratamento de isenção fiscal foi dada para o investidores nacionais, contudo o leque de instrumentos passíveis desse tratamento foi bem mais limitado. A lei beneficia apenas as debêntures emitidas por Sociedades de Propósito Específico (SPE) ou também conhecido como Consórcio Societário – modelo de organização pelo qual se constitui uma nova empresa limitada ou sociedade anônima com um objetivo específico. Para pessoas físicas a alíquota passou a ser zero, enquanto que para pessoas

jurídicas passou a ser de 15%. Esse benefício vale para os investidores que adquirirem os títulos entre janeiro de 2011 à dezembro de 2015.

Além da publicação da lei 12.431, o Governo alterou outras regras específicas de forma a tratar questões pontuais afim de, direta ou indiretamente, elevar a oferta de recursos de longo prazo para o financiamento de investimentos. Esse é o caso da eliminação do IOF de curto prazo incidente sobre a negociação de ativos com prazo inferiores a 30 dias. Esse imposto de certa forma diminuía a liquidez do mercado secundário, uma vez que, reduzia a possibilidade de ganhos de arbitragem em operações de compra e venda de curto prazo.

Em novembro de 2011 foram estabelecidos os setores de infraestrutura cujos projetos poderiam contar com recursos incentivados, sendo incumbido aos respectivos ministérios setoriais a responsabilidade por analisar e autorizar quais projetos a serem beneficiados pelo incentivo fiscal. No caso de projetos de investimento relacionados exclusivamente no setor de produção econômica intensiva em PD&I, o Ministério responsável é o de Ciência, Tecnologia e Inovação. Os setores definidos como estratégicos foram:

- Logística e transporte;
- Mobilidade Urbana;
- Energia;
- Telecomunicações;
- Radiodifusão;
- Saneamento básico; e
- Irrigação.

A Tabela 1 apresenta as debêntures incentivadas emitidas até o fim de 2012. Todas as emissões foram realizadas a partir do segundo semestre de 2012, sendo a de maior volume a emissão da OGX Petróleo e Gás, com mais de R\$ 2 bilhões em debêntures, valor bem superior a segunda e terceira maiores emissões, pertencente a Minerva Foods com R\$ 450 milhões e a Santo Antônio Energia S/A com R\$ 420 milhões em debêntures, respectivamente.

Quanto a espécie, houve apenas uma emissão de debênture com garantia Real (Rio Canoas Energia S/A), sendo todas as outras de garantia Quirográfica. Alguns títulos foram indexados ao IPCA e outros não tiveram nenhum índice específico atrelado

como base para a remuneração do ativo. Em relação ao ramo de atividade das empresas emissoras, percebe-se uma certa concentração nas empresas de energia (três emissões) e concessionárias de rodovias (duas emissões). Houve também lançamento de papéis de empresas ligadas aos setores de petróleo e gás, logística e alimentício.

Tabela 1: Debêntures Incentivas Emitidas

Empresa	Data de Emissão	Volume (R\$ MIL)	Garantia/Espécie	Índice	Tipo de investidor
Minerva Foods	20/06/2012	450.000	Quirografária	IPCA	Externo
Linhas de transmissão de Montes Carlos	15/08/2012	25.000	Quirografária	SEM-ÍNDICE	Doméstico/Banco
Rio Canoas Energia	15/08/2012	75.000	Real	IPCA	Externo
All-America Latina	25/09/2012	160.000	Quirografária	SEM-ÍNDICE	Doméstico
OGX Petróleo e Gás	28/09/2012	2.100.000	Quirografária	IPCA	Externo
AutoBan-CCR	15/10/2012	135.000	Quirografária	SEM-ÍNDICE	Doméstico/Público
Concessionária Auto Raposo	15/12/2012	380.000	Quirografária	IPCA	Doméstico/Banco
Santo Antônio Energia	27/12/2012	420.000	Quirografária	IPCA	Não disponível

Fonte: Anbima

Com base nos tipos de investidores de cada emissão e em uma entrevista realizada com Ernani Torres Filho, orientador desse trabalho, foi possível indentificar três estratégias distintas adotadas pelas empresas quanto a emissão das debêntures incentivadas.

A primeira delas é em relação as emissões que tiveram como destino investidores estrangeiros. Todas tiveram o objetivo de livrar-se do pagamento do imposto de renda devido nos empréstimos captados no exterior, uma vez que essas emissões foram enquadradas como “títulos de investimento” – e portanto, possuem isenção de imposto de renda de acordo com a lei 12.431. Caso os recursos fossem internalizados, estes estariam sujeitos a uma alíquota de 15%. Apesar de possuírem volumes elevados, principalmente as emissões da OGX Petróleo e Gás e da Minerva Foods, o lançamento dessas debêntures não foram operações de mercado *stricto sensu*, já que não foram colocadas junto ao público. Trata-se somente de operações legais de arbitragem fiscal para reduzir o custo financeiro do financiamento, sendo que os títulos continuam de propriedade da empresa.

A segunda estratégia refere-se as emissões que tiverem bancos domésticos como credores. Nesse caso, essas instituições financeiras não usufruem de isenção total da alíquota da imposto de renda, mas passam a reter em seu portfólio uma dívida securitizada, que em algum momento conveniente, pode vir a ser negociada no mercado ou colocada em um fundo concentrado nessa espécie de ativo que tenha como cotistas pessoas físicas.

A terceira e última estratégia foi adotada apenas pela empresa Autoban-CCR que utilizou investidores nacionais pessoa física como sua base de credores. O lançamento das emissões teve como alicerce a instrução 400 da CVM – instrução essa que trata da regulamentação da distribuição pública de valores mobiliários nos mercados primário e secundário – e portanto, pode ser distribuída diretamente para investidores não qualificados. Essas três estratégias não esgotam todo o universo de possibilidades que as empresas e instituições financeiras podem adotar com base na lei de incentivo a emissão de “debêntures de infraestrutura” e “títulos de investimento”.

Na Tabela 2 pode ser visto as debêntures que já foram autorizadas pelos seus ministérios responsáveis à emissão, mas que ainda não foram colocadas junto ao público apenas por opção da empresa (geralmente isso ocorre quando esta aguarda um momento mais oportuno para a colocação no mercado). A grande maioria dos projetos estão ligados ao setor de energia. Dentre esses projetos boa parte tem como objetivo o desenvolvimento de energia eólica, o que mostra certa tendência do Governo em incentivar investimentos no setor de energia alternativa. Tal atitude do Governo pode ser ainda mais bem compreendida se for levado em conta o cenário de escassez energética vivida no país no fim de 2012. Nesse período o Governo teve que fazer uso de usinas termoeletricas para compensar a falta de energia das hidroelétricas.

Ainda em relação as debêntures incentivadas autorizadas, é possível especular que tipo de investidor esses títulos terão como alvo. Primeiramente pode-se pensar nos fundos de pensão, principalmente no atual cenário de queda das taxas de juros. Contudo, esses fundos já usufruem de isenção de imposto de renda para todas as suas aplicações, o que portanto diminui significativamente a atratividade das debêntures incentivadas.

Os investidores estrangeiros, teoricamente, poderiam ser os alvos para esses títulos vinculados a projetos de maior porte e prazo. Entretanto essa estratégia poderia se mostrar muito arriscada, uma vez que os mercados de capitais externos não têm se

demonstrado receptivos o suficiente para esses papéis, de forma a exercer o mesmo papel que eles possuem no carregamento da dívida pública. Existe uma grande diferença entre o atual patamar de desenvolvimento do mercado de títulos corporativos e o de títulos públicos quando os fundos estrangeiros entraram no mercado pela primeira vez em 2006. Na época o mercado de título público já possuía um volume negociado robusto e liquidez considerável para atender a nova demanda externa.

Tabela 2: Debêntures Incentivas autorizadas

Projetos	Ministério	Data da Publicação
Concessionária Rodovias do Tietê	Transportes	23/03/2012
Empresa de Transmissão Timóteo-Mesquita	Minas e Energia	03/07/2012
Usina Hidrelétrica de Belo Monte	Minas e Energia	03/07/2012
Concessionária Rota das Bandeiras	Transportes	15/08/2012
Supervia Concessionária de Transporte Ferroviário	Transportes	24/08/2012
Transnorte Energia S.A.	Minas e Energia	17/09/2012
Usina Hidrelétrica Ferreira Gomes	Minas e Energia	03/10/2012
Usina Hidrelétrica Baixo Iguaçu	Minas e Energia	31/10/2012
Central Geradora Eólica Cerro Chato IV	Minas e Energia	20/12/2012
Central Geradora Eólica Cerro Chato V	Minas e Energia	20/12/2012
Central Geradora Eólica Cerro Chato VI	Minas e Energia	20/12/2012
Central Geradora Eólica Ibirapuitã I	Minas e Energia	20/12/2012
Central Geradora Eólica EOL Verace III	Minas e Energia	10/01/2013
Central Geradora Eólica EOL Verace II	Minas e Energia	10/01/2013
Central Geradora Eólica EOL Verace I	Minas e Energia	10/01/2013
Usina Hidrelétrica Jirau	Minas e Energia	17/01/2013
Central Geradora Eólica Verace V	Minas e Energia	17/01/2013

Fonte: Anbima

Quanto aos investidores pessoas física, é difícil de se avaliar se estes seriam bons credores para as emissões, apesar de serem os alvos dos incentivos criados pela lei. Historicamente esses investidores não possuem grande preferência por investimentos em ativos de renda fixa com alto grau de risco e grande prazo de maturação. Contudo, o atual cenário de queda dos juros pode fazer com que esses títulos se tornem mais atrativos para investidores domésticos, como bem salienta Torres e Macahyba (2012, p 68):

“Há uma "fuga para a rentabilidade" que se traduz em maior demanda por títulos que possam sustentar um *yield* mais elevado por prazos mais longos, mesmo que ao custo de maior

risco e iliquidez frente aos papéis públicos ou de bancos. Essa demanda não vem encontrando, nesse momento, uma oferta na dimensão adequada. O mercado vem enfrentando, assim, uma situação particular de sobredemanda por títulos privados de longo prazo, de bom risco de crédito.”

Além disso, as debêntures incentivadas não são os únicos ativos que possuem isenção de imposto de renda para pessoa física. Esses novos títulos privados possuem uma grande concorrência com outros mercados financeiros que já estão em grau de desenvolvimento muito mais avançado. Esse é caso dos créditos e recebíveis dos setores agrícola e imobiliário, como por exemplo as LCA (Letra de Crédito Agrícola) e os CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários). Esses mercados já se encontram em franca expansão e possuem alto nível de liquidez, dificultando assim, a entrada das debêntures incentivadas no portfólio dos investidores.

Por fim, no que tange as limitações citadas e o novo cenário de busca por um *yield* mais elevado, as debêntures incentivadas possuem um bom potencial para fazer parte da carteira de investidores, principalmente se esses títulos conseguirem absorver para si o grande volume de recursos que vêm sendo subtraído de carteiras mais antigas baseadas em ativos atrelados a taxa Selic. Esse processo de reestruturação das carteiras em busca de uma maior rentabilidade, mesmo que se tenha de assumir um risco mais elevado, representa uma oportunidade única para as debêntures incentivadas entrarem de vez no mercado.

Esse processo de reestruturação ainda não está totalmente consagrado. Para que essa hipótese venha a se tornar realidade é de fundamental importância a liderança do governo. Este deve atuar de forma simultânea em várias frentes, coordenando e auxiliando os principais atores do mercado – bancos, investidores e emissores – de forma a garantir uma rápida expansão e uma escala mínima de liquidez de modo que atenda a nova demanda dos investidores.

Conclusão

Esse trabalho analisou o comportamento do mercado de debêntures brasileiro no período compreendido entre 2004 e 2012. Percebe-se um aumento significativo do volume do mercado, tanto no número de emissões quanto no volume negociado no mercado secundário. Essa trajetória de crescimento pode ser justificada pelo aumento da liquidez internacional, bem como pelas melhorias das condições externas da economia brasileira. Entretanto, o volume negociado no mercado secundário ainda está muito abaixo de outros mercados financeiros, como o mercado de ações.

Foi visto que o estoque de título corporativo de longo prazo em proporção com o PIB não cresceu dentro da última década. Neste quesito o Brasil está abaixo de seus vizinhos latino-americanos como Argentina, México, Colômbia e principalmente Chile, o que demonstra que a atual atrofia do mercado brasileiro de títulos privados não pode ser explicada por problemas estruturais inerentes a economias em desenvolvimento, ou até mesmo a aspectos exclusivos das economias dos países latino-americanos, mas sim por questões particulares intrínsecas na atual dinâmica econômica brasileira.

O principal motivo para o fraco desempenho do mercado de debêntures pode ser determinado pelo histórico nacional de manutenção de taxas de juros nominais e reais em altos níveis, tornando difícil para as debêntures competirem com os títulos públicos, já que, este ativo possui alta liquidez e baixo risco de crédito. Este cenário tende a ser alterado no curto e/ou médio prazo, uma vez que, a taxa de juros vem em uma tendência de queda nos últimos anos.

Sendo assim, de forma a incentivar o desenvolvimento do mercado de debêntures o Governo publicou a lei federal 12.431/2011. Essa lei introduziu incentivos fiscais as debêntures vinculadas a projetos de investimento em infraestrutura. Dessa forma, o Governo visa alargar e aumentar a profundidade dos mercados primário e secundário, elevando a base de investidores que atuam na oferta primária e no giro do mercado secundário, ao mesmo tempo que incentiva investimentos em setores de infraestrutura estratégicos para o desenvolvimento do país.

Com a concessão de alíquota zero do imposto de renda para não-residentes nos rendimentos gerados por títulos privados vinculados a projetos de investimentos, é eliminada a distorção fiscal que existia entre os títulos privados e os títulos públicos, já

que, os títulos do governo já possuíam esse benefício fiscal para investidores estrangeiros. Entretanto, para investidores nacionais esse incentivo foi um pouco mais contido. Somente os projetos de investimento autorizados pelos ministérios possuem isenção de imposto de renda para investidores domésticos (debêntures de infraestrutura), enquanto que para investidores externos não é necessário autorização do Governo para se obter o incentivo fiscal (títulos de investimento).

Esse trabalho também apresentou as debêntures que já foram emitidas sob a lei 12.431. Foi possível observar que houveram diferentes estratégias adotadas pelas empresas emissoras quanto ao tipo de credor escolhido. As estratégias foram: para investidores estrangeiros tentou-se livrar a empresa emissora do pagamento do imposto de renda devido nos empréstimos captados no exterior, já que esses empréstimos foram enquadrados como títulos de investimento; para as debêntures que tiveram investidores bancos domésticos, a aquisição desses títulos teve como objetivo das instituições financeiras reter em sua carteira de ativos uma dívida securitizada que pode ser negociada à qualquer momento ou colocada em um fundo nessa espécie de ativo que tenha como cotistas pessoas físicas; por fim as emissões que tiveram como credores investidores nacionais teve como base a instrução 400 da CVM, e pode portanto, ser distribuída para investidores não qualificados.

Em relação as debêntures autorizadas mas ainda não emitidas, percebe-se uma clara tendência do Governo em incentivar os investimentos na área de transporte e energia, de forma a reduzir os “gargalos” em infraestrutura e logística existente no Brasil. E de fato, existem inúmeros projetos ligados aos setores de transportes, e principalmente de energia, que já foram autorizados pelos respectivos ministérios e aguardam para serem colocadas junto ao público.

Portanto, é nítida a preocupação do Governo em dar condições para que o mercado de debêntures chegue ao seu potencial. Junto a isso se soma o atual cenário de baixa histórica da taxa de juros e se tem uma grande oportunidade para o crescimento do mercado. De fato, o mercado vem crescendo bastante, principalmente olhando-se para o recorde no volume de emissões em 2012. Contudo, é preciso aguardar um período maior de tempo, para verificar se tais medidas do Governo foram eficientes em desenvolver o mercado de títulos privados de longo prazo, e colocá-lo em um mesmo patamar de outras economias emergentes.

Bibliografia

ANBIMA. *Banco de Dados*. 2012. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/exploreosnd/exploreosnd.asp>> . Acesso em: 15 de outubro de 2012.

ANBIMA. *Informações Técnicas*: Informes de legislação. 2013. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/informe_legislacao/2011_007.asp#1>. Acesso em: 14 de fevereiro de 2013.

ANDIMA. *Estudos Especiais* Produtos de Captação: Debêntures. Rio de Janeiro: Andima, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Banco de Dados*. 2013. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>> . Acesso em: 4 de fevereiro de 2013.

CARVALHO, Fernando et al. *Economia Monetária e Financeira*: Teoria e Política. Rio de Janeiro: Campus – Elsevier, 2001, 1ª edição.

COSTA, Cristiane. *Padrões de financiamento de longo prazo*: um estudo da experiência brasileira. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/8semead/resultado/trabalhosPDF/266.pdf>>. Acesso em 4 de fevereiro de 2013.

FERREIRA, Francisco; MEIRELLES, Beatriz. *Ensaio sobre Economia Financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2009.

FILHO, Ernani; MACAHYBA, Luiz. *O Elo Perdido*: O mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas. Rio de Janeiro: Instituto Talento Brasil, 2012.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: Produtos e Serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011, 18ª edição.

NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas S.A., 2005, 6ª edição.