

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

**O MERCADO DE DÍVIDA CORPORATIVA
BRASILEIRO: A LEI 12.431/11 E A INSTRUÇÃO Nº.
476 DA CVM**

GUILHERME DE OLIVEIRA PESAROLI
matrícula nº: 111301020

ORIENTADOR(A): Prof. Dr. Ernani Torres Filho

ABRIL 2018

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

**O MERCADO DE DÍVIDA CORPORATIVA
BRASILEIRO: A LEI 12.431/11 E A INSTRUÇÃO Nº.
476 DA CVM**

GUILHERME DE OLIVEIRA PESCAROLI
matrícula nº: 111301020

ORIENTADOR(A): Prof. Dr. Ernani Torres Filho

ABRIL 2018

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente meus pais, Zailton e Terezinha, por terem proporcionado tudo o que estava a seu alcance para educar seus filhos.

Agradeço também o Professor Ernani Torres, pela parceria e ajuda no desenvolvimento deste trabalho. Por fim, agradeço ainda todos os professores e funcionários do Instituto de Economia pela dedicação e por serem os verdadeiros responsáveis pela excelência desta universidade.

RESUMO

Este trabalho propõe-se a analisar os dados disponíveis sobre o mercado de capitais internacional e local, com a finalidade de apresentar e entender a profundidade do mercado de títulos corporativos local no financiamento de longo prazo no Brasil. Nesta primeira análise, ficou clara a pouca relevância das emissões de *bonds* como forma de financiamento das empresas locais e a grande dependência das linhas de crédito dos bancos estatais – com destaque para o BNDES – em detrimento das emissões de debêntures. Estas comumente são voltadas para refinanciamento do passivo de curto prazo dos emissores, não atendendo a demanda local de *funding* de longo prazo. Ainda, são apresentadas e analisadas as duas principais medidas tomadas pelo Governo brasileiro e pela Comissão de Valores Mobiliários para desenvolver e dinamizar o mercado de capitais local. A saber, a Lei 12.431, de 24 de junho de 2011 que dispõe sobre incentivos fiscais para investidores locais e estrangeiros na compra de determinadas títulos de valores mobiliários e a Instrução nº 476 da CVM apresentou um novo formato de distribuição de ofertas de títulos de renda variável e fixa. Revisando a bibliografia sobre o assunto, as opiniões dos especialistas são divergentes, entretanto ambas podem ser consideradas as medidas de maior sucesso dos últimos anos como tentativa de tornar o mercado local mais sofisticado.

ÍNDICE DE TABELAS E GRÁFICOS

TABELAS

Tabela 1: Percentual do Total de Emissões Globais de Títulos Corporativos	14
Tabela 2: Destinação dos Recursos de Captações de Ofertas Iniciais de Ações (% volume anual)	17
Tabela 3: Destinação dos Recursos de Debêntures (% volume emitido anual)	20
Tabela 4: Processo de Estruturação Simplificado	36

GRÁFICOS

Gráfico 1 Volume Anual de Emissões – Por Segmento (US\$ milhões)	12
Gráfico 2: Principais Emissores de Títulos de Dívida Globais (%)	12
Gráfico 3: Maiores Emissores de Títulos de Dívida Corporativa	15
Gráfico 4: Mercado Acionário: Ofertas Iniciais e Follow On (R\$ milhões por ano).....	16
Gráfico 5: Mercado de Renda Fixa Local: Volume de Emissões (R\$ milhões por ano)	18
Gráfico 6: Fontes de Financiamento da Indústria e Infraestrutura (em %)	21
Gráfico 7: Evolução das Fontes de Crédito de Longo Prazo (em % do PIB).....	23
Gráfico 8: Número e Volume de Emissões Incentivadas (R\$ milhões).....	25

Gráfico 9: Volume de Emissões por Setor (R\$ milhões)	26
Gráfico 10: Prazo e Duration das Emissões	27
Gráfico 11: Percentual de Emissões - Por Formato de Distribuição	28
Gráfico 12: Spread das Emissões	29
Gráfico 13: Divisão dos Subscritores das Debêntures Incentivadas (em %)	30
Gráfico 14: Classificação de Risco das Emissões - Escala Local	30
Gráfico 15: Espécies das Debêntures Incentivas - Participação do Volume Total (%)	32
Gráfico 16: Formato das Emissões de Renda Fixa Local - Participação do Volume Total (%)	38
Gráfico 17: Formato das Emissões de Debêntures - Volume (R\$ milhões).....	38
Gráfico 18: Número de Emissões de Debêntures	39

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO I – O MERCADO DE TÍTULOS GLOBAL E MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	11
I.1 - O MERCADO DE TÍTULOS GLOBAL	11
I.2 - O MERCADO INTERNACIONAL DE DÍVIDA CORPORATIVA	13
I.3 - O MERCADO DE CAPITAIS E O PAPEL DOS TÍTULOS CORPORATIVOS NO FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NO BRASIL	15
<i>I.3.I – O Mercado de Capitais Brasileiro</i>	<i>15</i>
<i>I.3.II – Papel dos Títulos Corporativos no Financiamento do Investimento no Brasil</i>	<i>21</i>
CAPÍTULO II – A LEI 12.431 E AS DEBÊNTURES INCENTIVADAS	24
II.1 – A LEI 12.431: OS ARTIGOS 1º E 2º	24
II.2 – O PERFIL DAS EMISSÕES INCENTIVADAS ENTRE 2012 E 2017	25
II.3 – CONSIDERAÇÕES FINAIS	32
CAPÍTULO III – A ICVM 476 COMO TENTATIVA DE DINAMIZAR O MERCADO DE CAPITAIS LOCAL	34
III.1 – A INSTRUÇÃO Nº 476 DA CVM	34
III.2 – PROCESSO DE ESTRUTURAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DE DEBÊNTURES: ICVM 400 X ICVM 476	35
III.3 – A ADERÊNCIA E O EFEITO DAS EMISSÕES COM ESFORÇOS RESTRITOS	37
CONCLUSÃO	40
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	42

INTRODUÇÃO

O financiamento dos investimentos de longo prazo é um tema amplamente discutido pela academia e agentes do mercado de capitais. No Brasil, notamos a forte presença dos bancos estatais como grande provedores desses recursos e a ainda incipiente utilização de emissões de debêntures e ações como forma de financiamento de longo prazo, dado a pouca sofisticação do mercados de capitais local e o perfil dos grandes investidores. Torres (2017) afirma que:

“O diagnóstico geral é que atualmente o mercado de crédito corporativo de longo prazo se encontra em uma encruzilhada. Isso porque todos os segmentos dominados pelos bancos estão em forte retração e a capacidade de empréstimo do BNDES, sob a égide do ajustamento das finanças públicas, encontra-se cada vez mais restringida. (...) O mercado de debêntures, por sua vez, não apresenta musculatura suficiente para fazer frente a essa retração do financiamento bancário, seja do BNDES, seja dos demais bancos”

Com a finalidade de atrair tais investidores, tanto o Governo brasileiro, quanto a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) vêm tomando uma série de medidas para dinamizar e desenvolver o mercado de capitais no país. Discutiremos neste trabalho a Lei no. 12.431, de 24 de junho de 2011, que dispõe sobre a incidência de imposto de renda em operações que visem financiar projetos de infraestrutura, e a Instrução nº. 476 da CVM, que criou o conceito de Ofertas Restritas e simplificou o processo de emissões.

Esse trabalho está dividido em três capítulos e conclusão, onde no primeiro apresentaremos o mercado de títulos corporativos internacional e suas características, bem como a participação de empresas nacionais no mercado global. Em seguida, ainda neste capítulo, analisaremos o mercado de capitais local, renda variável e renda fixa, através da evolução recente do volume e número de emissões de ações, *follow ons* e título de dívida corporativa e o papel da última no financiamento de longo prazo. O segundo capítulo aborda a Lei 12.431, considerada por especialistas como uma das principais medidas do Governo para desenvolver o mercado local, e as Debêntures Incentivadas, com uma ampla análise do perfil de mais de 100 emissões passando por volume, setor, prazo, método de distribuição, remuneração, subscritores, classificação de risco e espécie, com foco no Art. 2º da Lei. Já no terceiro capítulo, exporemos a Instrução nº. 476 da CVM, mostrando as principais diferenças entre ela e a ainda vigente Instrução nº. 400 que regula as Ofertas Públicas, mostraremos também o processo de emissão de uma operação hipotética e analisaremos os efeitos dessa nova Instrução no mercado local de renda fixa.

A conclusão deste trabalho apresentará os argumentos dos autores citados ao longo do mesmo na tentativa de mensurar qualitativamente e quantitativamente os efeitos práticos de ambos os incentivos – Lei 12.431 e ICVM 476 – no mercado de renda fixa local

CAPÍTULO I – O MERCADO DE TÍTULOS GLOBAL E MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

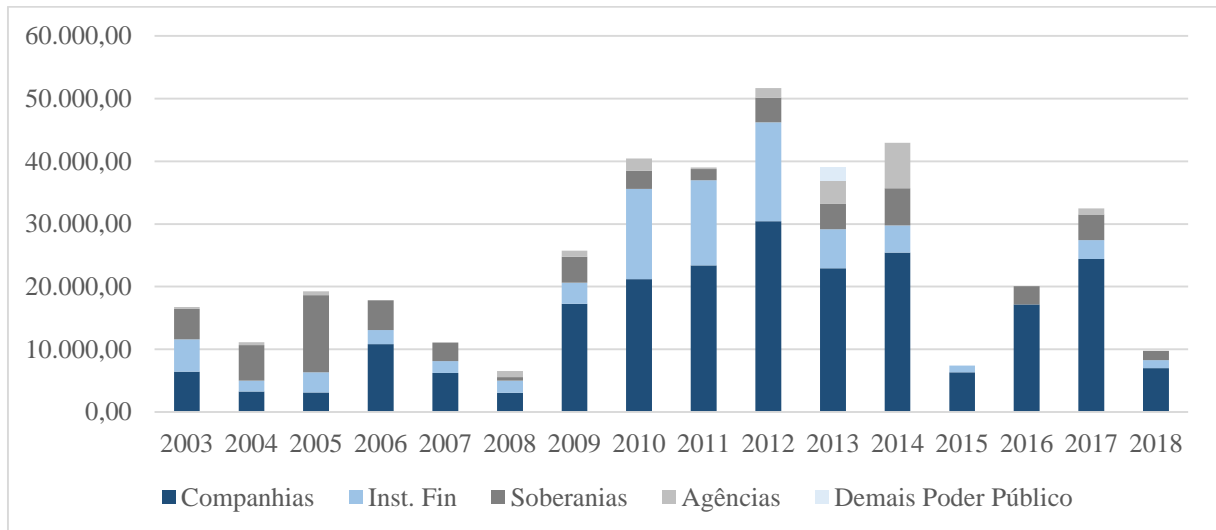
1.1 - O mercado de títulos global

O principal instrumento financeiro para a captação de recursos no mercado internacional via emissão de dívida são os *bonds*, comumente traduzidos como bônus ou obrigações. Os *bonds* são títulos de dívida através dos quais empresas, municípios e países captam recursos no exterior ou em mercados locais para realizar seus projetos de curto e longo prazo. Tais títulos podem possuir remuneração variável (*floating-rated notes*), fixa (*fixed-rated notes*) ou até o chamados *zero-coupon bonds* (os quais são emitidos a um valor de face inferior e o investidor recebe o volume total ao final do prazo), possuir garantias ou não, prazos que variam entre 3 anos e perpetuidades (com grande concentração em títulos de até 10 anos de prazo final) e nas mais variadas moedas, apesar das emissões em dólar americano e euro representarem mais de 84% das emissões analisadas. A contraparte nesse caso são os investidores ou credores, que aplicam seu capital e esperam receber pagamentos de juros (comumente semestrais ou anuais) e também o montante investido ao final do prazo da emissão.

O Gráfico 1 apresenta o volume de emissões *bonds* entre 2003 e 2018, onde foram analisadas mais de 52 mil emissões, somando um montante de mais de US\$ 41,07 trilhões em valores nominais. Desse montante, temos como principais emissores Companhias (empresas não financeiras, dos mais variados setores), isto é, emissões de títulos de dívida corporativa, com 35,4% do volume total. Logo em seguida temos as emissões de Instituições Financeiras (bancos, financeiras, companhias de seguro, por exemplo) com 34,6% do total. Os demais 30% estão divididos entre Agências (agências de fomento, bancos de desenvolvimento, entre outros), emissões de títulos Soberanos e outros.

Ainda com relação ao Gráfico 1, fica claro o aumento da participação de emissões de títulos corporativos no mercado dívida global. Enquanto em 2003 esses títulos correspondiam a apenas 9,6% do total de emissões, esse número chegou a 46,9% em 2017. As emissões de Instituições Financeiras, por outro lado, chegaram a representar 52% do total em 2006 e em 2017 apenas 28,4%.

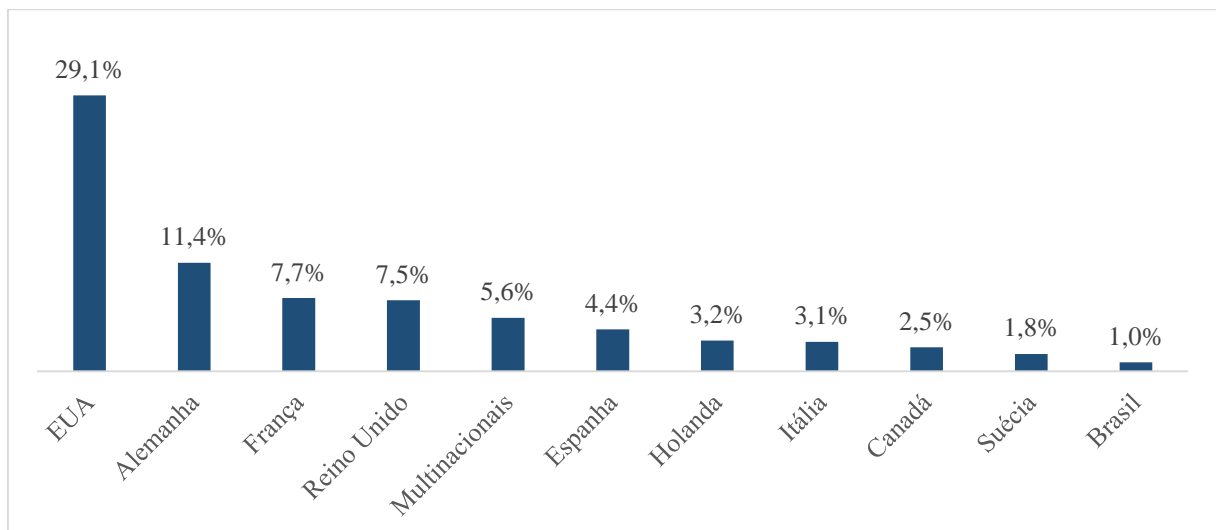
Gráfico 1 Volume Anual de Emissões – Por Segmento (US\$ milhões)



Fonte: Bondradar; Elaboração própria.

O Gráfico 2 evidencia a forte presença dos países desenvolvidos nas emissões *bonds* entre 2003 e 2018. Temos como destaque os países europeus e até do segmento de multinacionais que, somados, representam mais do que os 29,1% de emissões dos Estados Unidos. Isso pode ser explicado pela liderança dos países europeus desenvolvidos nas emissões de títulos Soberanos, de Agências e Outros (quase US\$ 8,3 trilhões), enquanto os EUA tem quase 88% de suas emissões realizadas por Companhias ou Instituições Financeiras.

Gráfico 2: Principais Emissores de Títulos de Dívida Globais (%)



Fonte: Bondradar; Elaboração própria.

1.2 - O mercado Internacional de Dívida Corporativa

De acordo com Torres Filho e Macahyba (2012), até a década de 1980, os Estados Unidos era o único país com um mercado de títulos corporativos relevante. A dianteira no período pode ser, em partes, explicada pela regulamentação financeira adotada no país após a crise de 1929. Em especial, podemos destacar a lei Glass-Steagall (*U.S. Banking Act*), promulgada em 1933, a qual previa a separação entre o papel dos bancos comerciais, que forneciam majoritariamente crédito de curto prazo, e demais instituições financeiras, que passaram a ser a porta de entrada para os mercados de capitais. Já os países europeus e asiáticos seguiam com o modelo de bancos universais, vigente no Brasil até os dias atuais.

A importância dos bancos universais europeus, fez com que o mercado de títulos privados do continente se desenvolvesse de forma tardia, quando comparado aos EUA. A introdução do Euro como moeda única desencadeou um processo de liberalização financeira, o que provocou um aumento da competição e diminuição do receita proveniente da intermediação financeira (Torres e Macahyba, 2012). Conforme mostraremos abaixo, os países do continente possuem forte presença no mercado de títulos corporativo, onde podemos destacar Alemanha, França e Itália que juntos correspondem a mais de 17% do total destas emissões entre 2003 e 2018.

No que tange aos países asiáticos, vale destacar o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos japoneses. Este passou, segundo Torres e Macahyba (2012), a ensaiar suas primeiras emissões já na década de 1970, a partir de oportunidades criadas pela Crise do Petróleo de 1973 e a existência do euromercado. Foi nos anos de 1990, entretanto, que houve um grande movimento de desregulamentação da Bolsa de Tóquio. Dentre as demais nações asiáticas, é importante pontuar a o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos da Coreia do Sul que, segundo Torres e Macahyba (2012), passou a expandir-se após a grave crise financeira asiática durante a qual os bancos locais restringiram significativamente suas operações de concessão de crédito. Somadas, as emissões desses países representaram mais de 2% das emissões de títulos corporativos no período analisado.

Por fim, o mercado de títulos corporativos dos países Latino Americanos tem pequena relevância global. Dentro do período analisado, com exceção de 2003, a participação de todos os países jamais ultrapassou 6,2% do total de emissões. Dentre os principais emissores da região, temos o México com mais de 37%, o Brasil com mais de 36%, seguidos por Chile (8%), Colômbia (4%) e Argentina (4%).

A partir da Tabela 1, podemos entender a representatividade de cada um desses países nas emissões de título privados. Nota-se uma forte e crescente dominância dos Países Desenvolvidos (França, Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos), que foram responsáveis por mais de 73% das emissões no período, com destaque para os EUA, com mais de 49% das emissões globais. Outro grupo relevante é o dos Emergentes Asiáticos (China, Índia e Coréia do Sul), que já representam quase 3,5% do total. Os Emergentes Latino-Americanos (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia e México), por sua vez, perderam espaço no período analisado, apesar de representarem quase 4% do total das emissões entre 2003 e 2018. Os destaque negativos aqui são Brasil e México que, mesmo com os maiores volumes da região, perderam participação no mercado global de títulos privados no período.

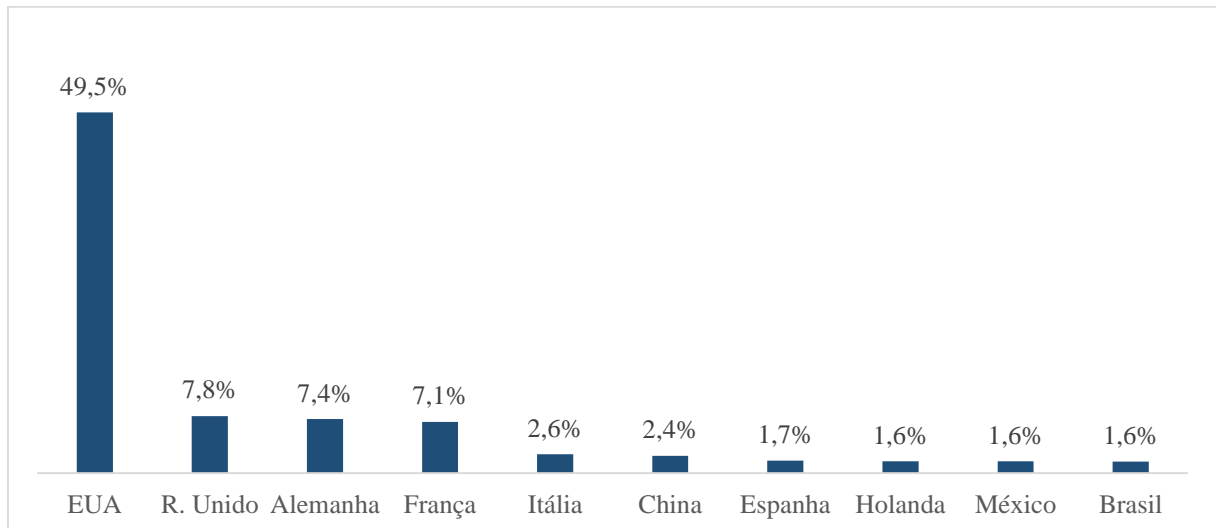
Tabela 1: Percentual do Total de Emissões Globais de Títulos Corporativos

	2003	2006	2009	2012	2015	2018
Países Desenvolvidos						
França	7,09%	11,64%	9,36%	5,70%	4,43%	5,68%
Alemanha	3,64%	15,56%	9,31%	6,25%	5,79%	4,63%
Japão	3,90%	2,22%	0,61%	1,22%	1,48%	1,77%
R. Unido	2,16%	13,73%	8,53%	8,68%	7,01%	3,29%
EUA	2,87%	21,47%	43,15%	50,92%	58,68%	52,64%
Emergentes Asiáticos						
China	1,30%	0,43%	0,06%	1,90%	4,14%	9,52%
Índia	0,00%	0,12%	0,00%	0,21%	0,33%	0,59%
Coréia do Sul	3,84%	0,78%	0,38%	0,57%	0,23%	0,29%
Emergentes LatAm						
Argentina	0,19%	0,17%	0,08%	0,01%	0,14%	0,37%
Brasil	12,61%	2,83%	1,50%	2,08%	0,43%	2,06%
Chile	3,70%	0,23%	0,21%	0,35%	0,36%	0,00%
Colômbia	0,97%	0,04%	0,21%	0,10%	0,17%	0,09%
México	11,97%	1,49%	1,06%	1,50%	1,27%	1,49%

Fonte: Bondradar; Elaboração própria.

O Gráfico 3 apresenta as dez nações que mais emitiram títulos de dívida corporativa, como percentual do volume total de cerca de US\$ 14,53 trilhões em valores nominais, entre 2003 e 2018. Nesse cenário o Brasil aparece na décima colocação entre os maiores emissores globais, com um volume de US\$ 228,54 bilhões no período analisado, à frente de países como Japão, Canadá, Chile e Coréia do Sul, por exemplo. Por outro lado, o Gráfico aponta uma hegemonia ainda maior dos Estados Unidos nesse tipo de emissões.

Gráfico 3: Maiores Emissores de Títulos de Dívida Corporativa



Fonte: Bondradar; Elaboração própria.

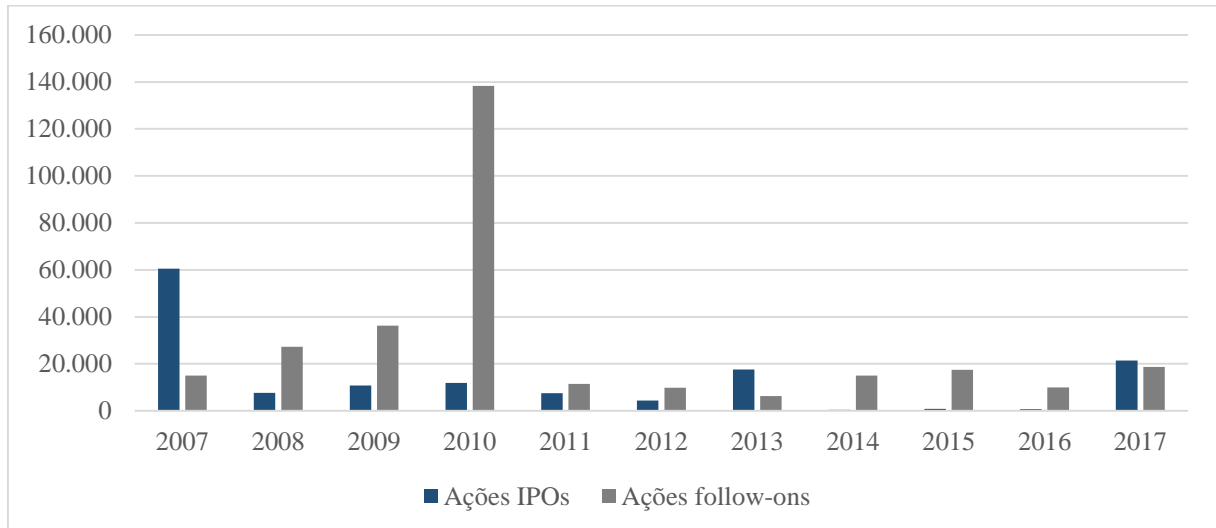
1.3 - O Mercado de Capitais e o Papel dos Títulos Corporativos no Financiamento do Investimento no Brasil

Com a finalidade de analisarmos o tamanho e importância do mercado de capitais brasileiro, analisaremos nesta sessão o volume de emissões primárias de ações (*IPO*) e *follow on* (ofertas subsequentes de ações) e de títulos de dívida entre 2007 e 2017.

1.3.1 – O Mercado de Capitais Brasileiro

De acordo com Torres e Macahyba (2012), o mercado acionário vinha apresentando volume crescentes de emissões desde 2004, chegando a um somatório de R\$ 75,5 bilhões em 2007. A crise econômica de 2008, e outras flutuações de mercado, mudaram essa tendência de alta. Conforme os dados coletados pela ANBIMA e organizados no Gráfico 4, com exceção do ano de 2010, apenas em 2017 vimos um crescimento significativo e um maior interesse das companhias pelas emissões em bolsa. Enquanto no período entre 2004 e 2011 mais de 150 empresas realizaram IPOs e mais de 100 captaram através de *follow ons*, esses números não superaram 30 e 50, respectivamente, entre 2012 e 2017. Mais uma vez, destaque para o ano de 2017 que apresentou 10 ofertas primárias de ações e 16 ofertas subsequentes.

Gráfico 4: Mercado Acionário: Ofertas Iniciais e Follow On (R\$ milhões por ano)



Fonte: Bondradar; Elaboração própria.

Um importante fator para o desenvolvimento do mercado acionário local foi a ampliação da base de investidores, sabidamente, da participação de investidores estrangeiros na subscrição de ofertas iniciais. Torres e Macahyba (2012) destacam:

“O ingresso do investidor estrangeiro foi um dos elementos mais importantes para aumentar o dinamismo do mercado acionário local, principalmente entre 2006 e 2007, anos em que se concentraram o maior número de operações de Ofertas Iniciais (IPO). Sua importância pode ser identificada na medida em que mais de 70% dos IPO realizados nesse período foram adquiridos por não residentes. Ainda que a crise internacional tenha arrefecido a participação destes investidores no mercado acionário local, em dezembro de 2011, eles respondiam por 40% da liquidez no mercado a vista”

Essa participação estrangeira apontada pelos autores supracitados no período analisada é confirmada pelos dados coletados pela ANBIMA para o período subsequente, isto é, entre 2012 e 2017. Nesse intervalo, os investidores não residentes chegaram a subscrever 67,3% do total de ofertas de ações, como no caso de 2015, e estavam presentes ainda em 55,7% das emissões do anos de 2017. Analisando a origem desses investidores, temos os Estados Unidos na dianteira, como origem de 54,3% dos investimentos recebidos em 2017, a Europa com 19,2% e a América Latina com 16,0%, e ganhando espaço desde 2012.

Tabela 2: Destinação dos Recursos de Captações de Ofertas Iniciais de Ações (% volume anual)

Tipo de Destinação	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aquisição de ativos/Atividades operac.	18,2%	20,8%	54,5%	38,2%	0,0%	12,0%	39,5%
Aquisição de participação acionária	24,6%	15,9%	25,4%	0,0%	93,1%	3,5%	8,1%
Capital de giro	4,6%	20,4%	6,8%	0,0%	1,5%	58,5%	19,8%
Investimento em infraestrutura	27,3%	0,0%	10,0%	0,0%	0,0%	2,5%	0,0%
Investimento em TI e Logística	1,5%	3,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Não Informado	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,2%	0,0%
Redução de passivo	23,6%	39,3%	3,3%	61,8%	5,4%	20,3%	32,6%

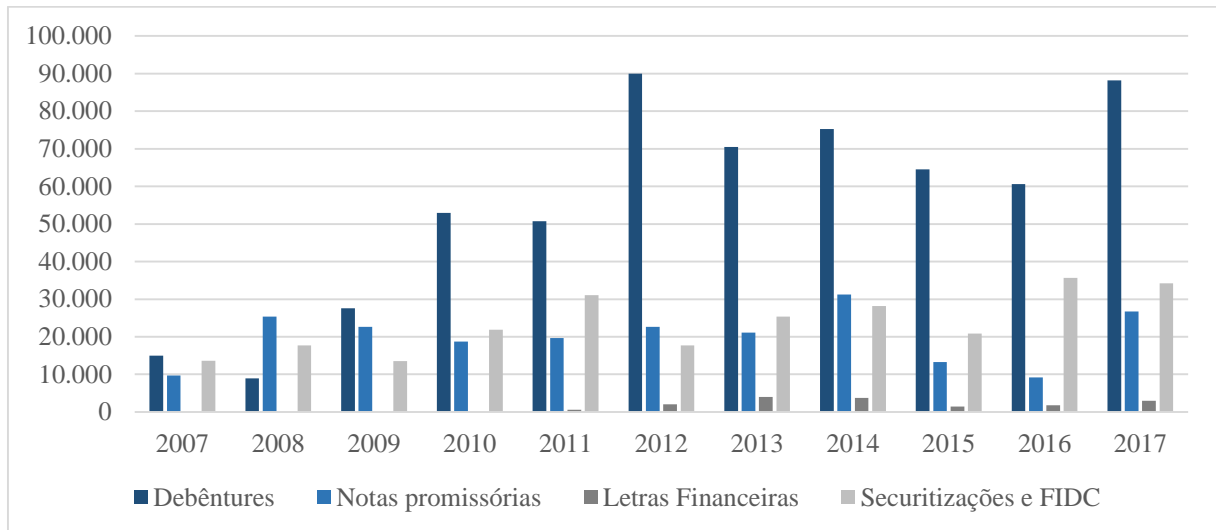
Fonte: Anbima; Elaboração Própria.

Outro dado interessante apresentado pela ANBIMA com relação aos IPOs é a destinação dos recursos captados. Da Tabela 2, é possível notar uma variação razoável ao longo do período analisado, mas três tipos de destinação se destacam com níveis expressivos em quase todos os anos, são eles: Aquisição de ativos/Atividades operacionais; Capital de Giro; e Redução do Passivo. Ou seja, a maior parte dos recursos provenientes de captações de ofertas iniciais de ações foram destinadas, entre outras finalidades, para aquisições, recomposição do capital de giro das empresas ou pagamento/alongamento de dívidas dos emissores.

Desta forma, mesmo sofrendo com fatores como a crise de 2008 e o a instabilidade política brasileira nos últimos anos, o mercado acionário continua sendo uma importante fonte de diversificação de captação de recursos para as empresas locais, dando acesso à alternativas de *funding* que não o sistema bancário local e investidores residentes, sejam eles institucionais ou pessoa física. A melhora do cenário econômico pode confirmar uma volta por cima do mercado de renda variável, fazendo com que mais empresas optem por esta forma de captação.

O mercado de títulos privados de renda fixa local, por sua vez, é dominado pelas emissões de debêntures. Entre 2011 e 2017 foram emitidos por companhias brasileiras, sejam elas abertas ou fechadas de acordo com a Lei nº 6.404, de 1976, mais R\$ 853 bilhões em títulos de renda fixa, em valores nominais. Destes, quase R\$ 500 bilhões foram emitidos na forma de debêntures, cerca de R\$ 193 bilhões em Securitizações (Certificados de Recebíveis do Agronegócio e Certificados de Recebíveis Imobiliários) e Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs), R\$ 144 bilhões em Notas Promissórias (NPs) e quase R\$ 17 bilhões em Letras Financeiras (LFs), como podemos ver no Gráfico 5.

Gráfico 5: Mercado de Renda Fixa Local: Volume de Emissões (R\$ milhões por ano)



Fonte: Anbima; Elaboração Própria.

Importante ressaltar que o volume informado de debêntures não inclui as chamadas “debêntures de *leasing*”. As debêntures de *leasing* são instrumentos de captação dos bancos alternativos à venda de Certificados de Depósito Bancários (CDBs), por exemplo, que são uma forma de driblar parte do recolhimento para o Fundo Garantidor de Crédito (FGC), depósitos compulsórios e impostos. De acordo com Lucchesi e Bautzer (2006):

“Estas emissões não são vendidas a investidores comuns, mas às tesourarias dos bancos do mesmo grupo da leasing. Os papéis têm prazos longos, de até quinze anos, para os quais não há demanda no mercado de capitais brasileiro. A empresa de leasing recebe o dinheiro da tesouraria do banco, que por sua vez coloca as debêntures em sua carteira. A leasing fica então com os recursos necessários à sua operação e empresta o resto do caixa à tesouraria do banco de volta, por meio de um Depósito Interfinanceiro de prazo geralmente curto, não maior do que 30 dias.”

Desta forma, excluímos esse tipo de emissões de nossa análise para não contaminarmos o estudo do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, mesmo que as operações de debêntures de *leasing* somem um volume quase R\$ 120 bilhões em valores nominais, no período analisado segundo dados da ANBIMA.

Com relação ao volume de emissões anuais, 2017 apresentou mais de R\$ 152 bilhões divididos em mais 640 operações. Este é o maior volume apresentado nos últimos 10 anos, em valores nominais. Entre os ativos emitidos, vale destacarmos o três deles: as Letras Financeiras; os CRIs; e os CRAs. As LFs são instrumentos de captação de recursos de bancos e demais instituições financeiras que passaram a ter participação expressiva no mercado de títulos locais a partir de 2011, e mais intensamente após os estímulos do Banco Central com relação aos

depósitos compulsórios, em 2012. As emissões de LF passaram de R\$ 550 milhões em 2011 para quase R\$ 4 bilhões em 2013, por exemplo. Torres e Macahyba (2012) afirmam que duas expectativas do Bacen não se concretizaram com relação às LFs. A primeira delas seria que, por esses títulos possuírem prazos mais longos que os CDBs, essas emissões seriam atreladas a indexadores diferentes do CDI. A segunda expectativa não materializada foi de que os bancos registrariam programas de emissões com vértices fixos, como o Tesouro Nacional, reabrindo as ofertas sempre que houvesse necessidade ou oportunidades de mercado. Os CRAs e CRIs, por sua vez, são títulos de dívida lastreados em recebíveis do agronegócio e imobiliários, respectivamente, ambos contam com incentivos fiscais para investidores. Os CRIs já contabilizavam por volumes expressivos há mais de 10 anos no mercado, entretanto ganharam bastante espaço após 2011. Os CRAs passaram a ser emitidos a partir de 2010, e representam mais de R\$ 33 bilhões em valores nominais durante o período analisado.

Voltando o foco ao principal instrumento de emissão de dívidas no mercado local, podemos definir, a partir dos dados coletados pela ANBIMA entre 2011 e 2017, o perfil dessas emissões de debêntures. Com relação aos indexadores, temos forte dominância do CDI, sejam emissões que sua remuneração variam de acordo com um percentual do CDI, sejam por emissões indexadas aos CDI somado a um *spread*, em 2017 tais emissões representaram quase 88% do total. O prazo das emissões no período apresentam uma média de 5,2 anos, tal dado, somado à informação de que apenas 8% das emissões de 2017 possuíam prazo maior ou igual a 10 anos são uma amostra da dificuldade e obtenção de financiamento de longo prazo através do mercado de dívida local. Deste modo, fica evidente o perfil de emissões de curto prazo e indexadas ao CDI das debêntures.

Quanto à destinação dos recursos, a Tabela 3 apresenta uma maior variação quando comparado à destinação dos recursos de emissões de renda variável. Apesar disso, o Refinanciamento do Passivo e Recompra/Resgate de emissões anteriores, ou seja, gestão da dívida existente como o principal uso dos recursos das emissões no período. Em seguida, a composição de capital de giro aparece como uma destinação recorrente. Apesar do perfil curto prazista, notamos aqui também relevante participação de Investimento em Infraestrutura como uma das principais destinações dos recursos captados vida debêntures, tais investimentos chegaram a 15% do total captado em 2015, por exemplo.

Tabela 3: Destinação dos Recursos de Debêntures (% volume emitido anual)

Tipo de Destinação	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Capital de giro	19,4%	12,6%	13,8%	16,3%	15,7%	16,2%	41,3%
Investimento em Infraestrutura	3,1%	7,9%	14,7%	13,1%	15,0%	10,2%	10,0%
Investimento imobilizado	2,0%	0,6%	1,8%	1,8%	1,2%	3,3%	0,1%
Invest./aquisição de participação societária	11,9%	13,2%	10,0%	18,3%	11,7%	8,8%	2,4%
Não possui/Não informado	10,9%	31,5%	7,6%	8,7%	2,6%	0,7%	3,5%
Recuperação/resgate de emissão anterior	3,8%	3,3%	14,0%	6,6%	16,0%	27,6%	9,7%
Refinanciamento de passivo	48,9%	30,9%	38,0%	35,1%	37,7%	33,0%	33,0%

Fonte: Anbima; Elaboração Própria.

Outro ponto de divergência entre os mercados de renda fixa local e renda variável é o perfil dos subscritores das ofertas. Enquanto o mercado de renda variável conta com forte participação dos investidores estrangeiros, como exposto anteriormente, o mesmo não ocorre com o mercado de renda fixa local. Os dados coletados pela ANBIMA apontam crescimento da participação de Investidores Institucionais, como fundos de previdência, seguradoras, entre outros, que subscreveram mais 60% das ofertas de Debêntures e 100% das emissões de Letras Financeiras de 2017. Outro dado interessante é a diminuição do papel dos “Intermediários e demais participantes ligados à oferta”, formados pelos bancos participantes, empresas dos mesmo grupos econômicos dos bancos participantes e até as próprias tesourarias dos emissores. Comumente, os próprios bancos de investimento que prestam o serviço de estruturação e distribuição das emissões compram os títulos emitidos através de suas tesourarias, o que configura uma operação de crédito, sem incidência do Imposto sobre Operação Financeira (IOF), por exemplo.

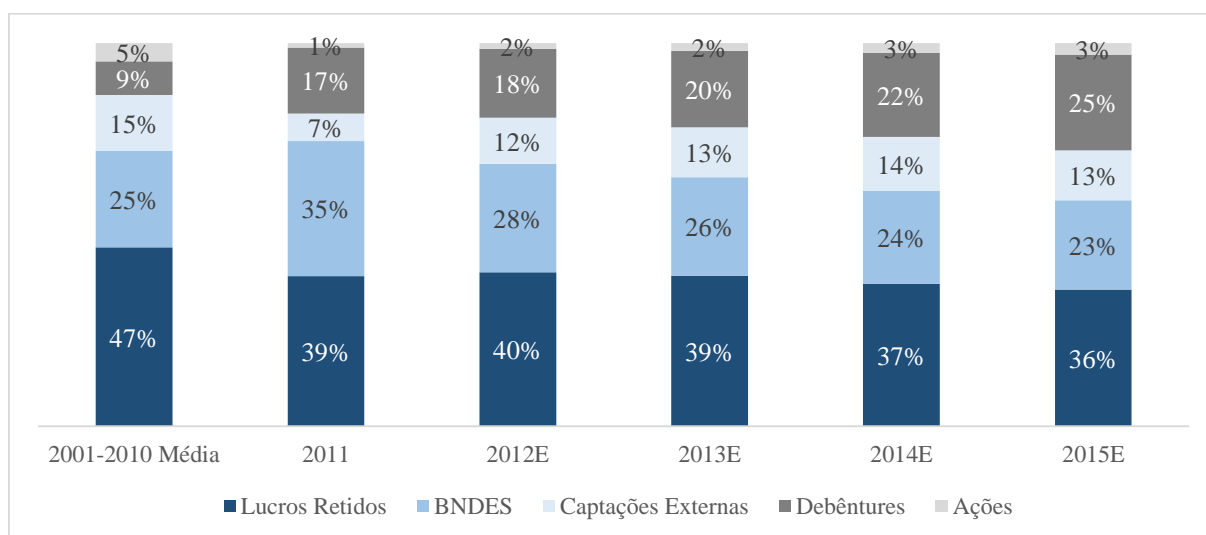
Desta forma, é possível afirmar que o mercado de renda fixa local brasileiro tem crescido nos últimos anos, atingindo em 2017 o seu maior valor nominal de emissões, e tem as Debêntures como principal título de valor mobiliário. Tal TVM, entretanto, é comumente emitido indexado ao CDI, a média dos prazos das emissões de 5,2 anos e a forte presença de Investidores Institucionais como subscritores. Isso mostra que esse mercado é um importante para o financiamento de curto prazo das empresas nacionais e este *funding* é provido, majoritariamente, por grandes investidores e tesourarias de bancos.

I.3.II – Papel dos Títulos Corporativos no Financiamento do Investimento no Brasil

O perfil do mercado de capitais brasileiro influi diretamente no padrão de financiamento das empresas locais, principalmente no financiamento da indústria e da infraestrutura, como é mostrado no Gráfico 6, confeccionado a partir de dados divulgados pelo BNDES em 2013. Nele, estão representadas as fontes de financiamento e o percentual de cada uma delas. Com números fechados até 2011, fica clara a importância tanto dos Lucros Retidos como o papel do BNDES como provedor de *funding* para esses investimentos. Torres e Macahyba (2012) ressaltam a pouca utilização de Captações Externas, em linha com a reduzida participação brasileira no mercado mundial de dívida corporativa. O grande destaque aqui é o crescimento da participação das debêntures, que passaram de 8,7% na média entre 2001 e 2010, para 17% do *funding* em 2011.

Com projeções a partir de 2012, o BNDES acreditava em uma ligeira redução da utilização de Lucros Retidos e de suas próprias linhas de financiamento em benefício de Debêntures e Captações Externas que passariam, respectivamente, a representar 25% e 13% das fontes. Embora não tenhamos dados mais atualizados, essa previsão de retração do BNDES pode ser corroborada pela diminuição dos desembolsos do banco de desenvolvimento a partir de 2013, passando de R\$ 190,4 bilhões para R\$ 70,8 bilhões em 2017, ambos em valores nominais.

Gráfico 6: Fontes de Financiamento da Indústria e Infraestrutura (em %)



Fonte: BNDES; Elaboração Própria.

Portanto, podemos notar que historicamente os Lucros Retidos e linhas subsidiadas no BNDES têm sido a fonte preferida das companhias brasileiras quando da decisão de financiamento dos projetos de infraestrutura. As Captações Externas e emissões de Debêntures já possuíam um papel importante, com cerca de 24% entre 2001 e 2010, devem ganhar espaço e, segundo o BNDES, deveriam ser responsáveis por 38% das fontes de financiamento da indústria e infraestrutura já em 2015. O mercado de renda variável, por sua vez, mostra-se como uma fonte pouco acessada para esse fim.

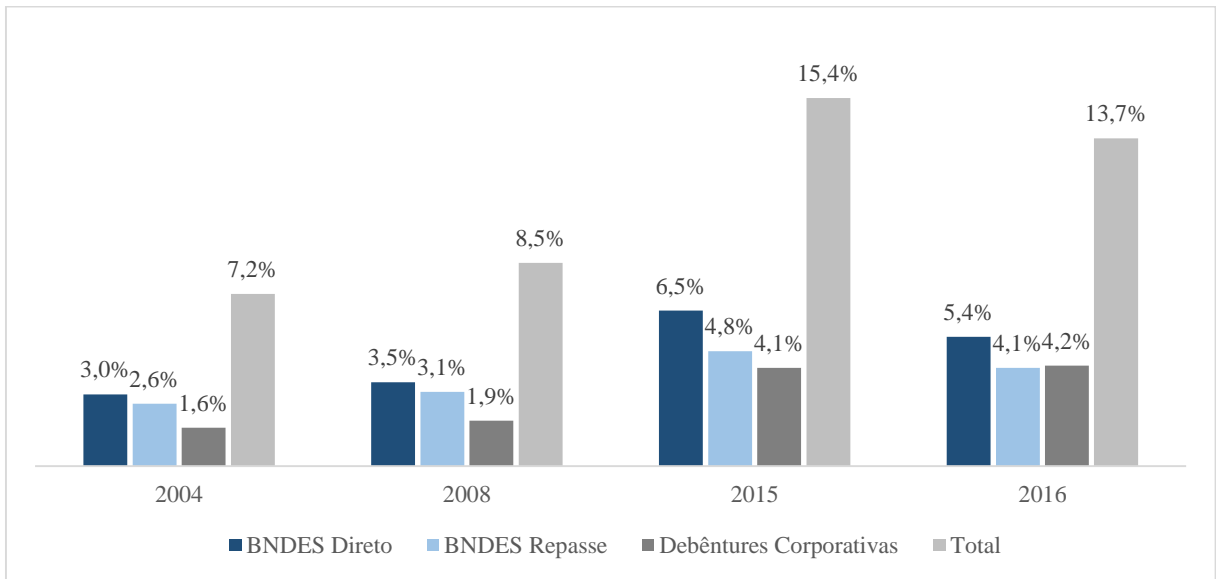
Quando focamos nas operações de crédito de longo prazo no mercado local, ou seja, analisando as principais fontes de financiamento interno para o longo prazo, temos no Brasil o BNDES atuando tanto de forma direta (BNDES Direto) e indireta (BNDES Repasse), em operações nas quais os bancos comerciais direcionam linhas de crédito cedidas pelo banco de desenvolvimento, e as emissões de debêntures corporativas.

O Gráfico 7, apresenta essas principais fontes de financiamento e o quanto cada uma delas representou do PIB de cada ano. Torres (2017), afirma que a liderança dos bancos – BNDES e bancos privados – não é uma característica própria do mercado brasileiro, uma vez que esse modelo é semelhante ao que ocorre na Europa e Japão. Torres (2017) afirma ainda que a forte presença do banco de desenvolvimento é uma singularidade da experiência brasileira e destaca:

“Em 2013, o mercado de crédito de longo prazo no Brasil atingiu 15,1% do PIB. Deste total, 69 % foi financiado pelo BNDES e o restante foi igualmente dividido entre os bancos comerciais e o resto do mercado. Portanto, do ponto de vista das fontes de recursos que sustentam o crédito de longo, o BNDES, como era de se esperar, é o pilar central do mercado.”

Podemos notar ainda no Gráfico 7, apesar da forte expansão entre 2004 e 2015, uma pequena redução da participação do BNDES e dos bancos privados no financiamento do crédito de longo prazo no ano de 2016, em linha com as previsões de 2012 (ver Gráfico 6). Tal movimento pode ser consequência do atual ajuste financeiro das contas públicas que afetou de forma significativa o volume de desembolsos do banco estatal.

Gráfico 7: Evolução das Fontes de Crédito de Longo Prazo (em % do PIB)



Fonte: BNDES; Elaboração Própria.

CAPÍTULO II – A LEI 12.431 E AS DEBÊNTURES INCENTIVADAS

II.1 – A Lei 12.431: os artigos 1º e 2º

Países com o mercado de capitais pouco desenvolvidos apresentam forte presença de investimentos públicos no financiamento de projetos de infraestrutura. Estes, por apresentarem níveis mais altos de risco, análise de crédito complexa e prazos de retorno mais extensos do que os investimentos usuais, tendem a não ser atrativos para investidores pouco sofisticados. No caso brasileiro, os bancos públicos são os grandes provedores de financiamento de longo prazo, o BNDES é o grande responsável por fornecimento de *fundings* para projetos de infraestrutura. Esta liderança do banco estatal deve-se às condições favoráveis de financiamento, com taxas mais baixas e prazos mais longos do que as linhas de créditos praticadas no mercado bancário privado.

A Lei no. 12.431, de 24 de junho de 2011 (“Lei”, “Lei 12.431” ou “12.431”) dispõe sobre a incidência de imposto de renda em operações específicas (títulos e valores mobiliários, fundos de investimentos em direitos creditórios e certificados de recebíveis imobiliários). O principal intuito da lei era desenvolver o mercado primário e secundário de debêntures atraindo investidores não residentes e residentes a investir em títulos de valores mobiliários destinados a financiar projetos de infraestrutura e, desta forma, proporcionar os recursos necessários para o desenvolvimento nacional, uma vez que tais investimentos são fundamentais para o crescimento do país. Conforme analisaremos mais adiante, as companhias emissoras mostraram-se muito mais atraídas por emissões de debêntures voltadas a investidores locais, isto é, baseadas no artigo 2º da Lei do que para investidores estrangeiros.

As debêntures enquadradas na Lei, conhecidas como Debêntures de Incentivadas ou Debêntures de Infraestrutura, devem ser emitidas por Sociedades de Propósito Específico (“SPEs”) e conter, cumulativamente, as seguintes características: (i) remuneração por taxa de juros pré-fixada, vinculada à índice de preço ou à taxa referencial (TR); (ii) deve ser vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós-fixada; (iii) prazo médio ponderado superior a 4 (quatro) anos; (iv) vedação de recompra nos 2 (dois) primeiros anos e restrições de resgate antecipado e pré-pagamentos (conforme regulamentação do Conselho Monetário Nacional); (v) inexistência de

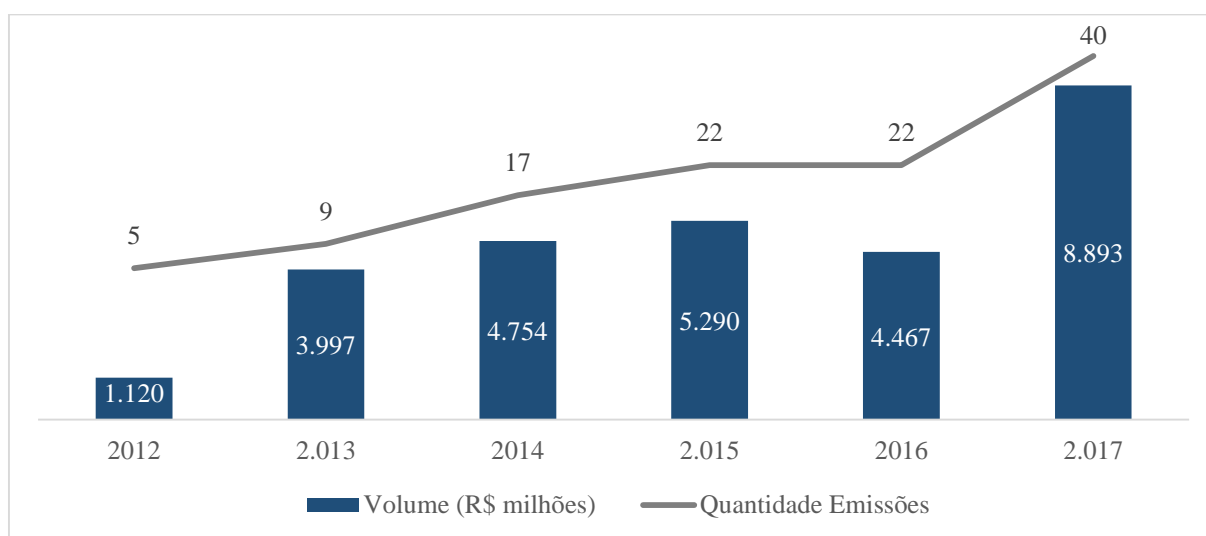
compromisso de revenda pelo investidor; (vi) prazo de pagamentos de juros, se existente, no mínimo semestrais (180 dias); (vii) comprovação de registro em sistemas autorizados pelo Banco Central e/ou pela Comissão de Valores Mobiliários, conforme o caso; e (viii) comprovação de destinação dos recursos (investimentos em geral, no caso do artigo 1º, e captação de recursos para financiar projetos de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal, no artigo 2º).

A Lei prevê então, com a finalidade de atrair investidores para esses papéis de longo prazo e, conseqüentemente, aumento das fontes de financiamento, alíquota 0% (zero) para não residentes e residentes pessoa física. Já pessoas jurídicas passaram a ser tributadas em 15%.

II.2 – O perfil das Emissões Incentivadas entre 2012 e 2017

Analisando as informações do Sistema Nacional de Debêntures (“SND”), administrado pela ANBIMA, podemos identificar 125 emissões enquadradas na Lei e emitidas entre 2012 e 2017, somando um volume de R\$ 34,6 bilhões. Destes, R\$ 6,0 bilhões sob o Art. 1º e R\$ 28,5 bilhões sob o Art. 2º. Abaixo, encontram-se gráficos que servirão de base para analisarmos o perfil das emissões em termos de volume, setor, prazo, método de distribuição, remuneração, subscritores, classificação de risco e espécie, com foco no Art. 2º da Lei.

Gráfico 8: Número e Volume de Emissões Incentivadas (R\$ milhões)

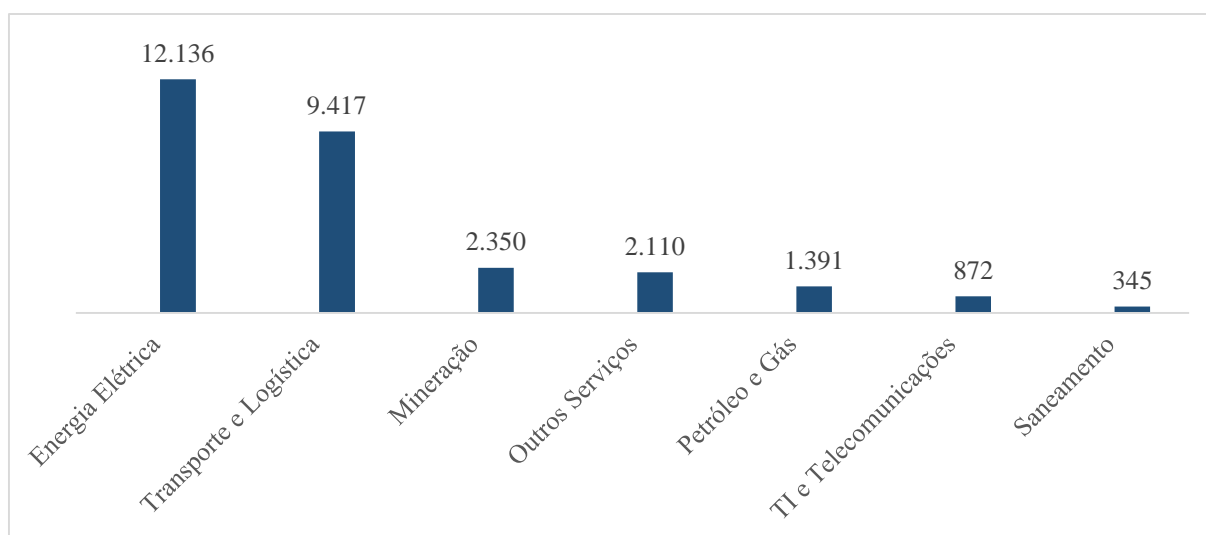


Fonte: Anbima e SND; Elaboração Própria.

Das 115 emissões sob o artigo 2º da Lei 12.431, podemos notar que no primeiro ano de vigência houveram apenas 5 emissões, totalizando R\$ 1,12 bilhão. Já em 2013, com o maior conhecimento tanto dos emissores e investidores, quanto das instituições financeiras que intermediam esse tipo de emissões, o número saltou para 9 emissões, chegando ao seu auge em 2017, com 40 emissões e um montante de R\$ 8,89 bilhões.

O destaque positivo do gráfico é a variação entre os anos de 2016 e 2017 que, com um aumento de 88% no número de operações e de quase 100% no volume, mostrando que apesar das incertezas político-econômicas, as emissões de Debêntures Incentivadas alcançaram patamares recorde em quantidade e volume de emissões.

Gráfico 9: Volume de Emissões por Setor (R\$ milhões)



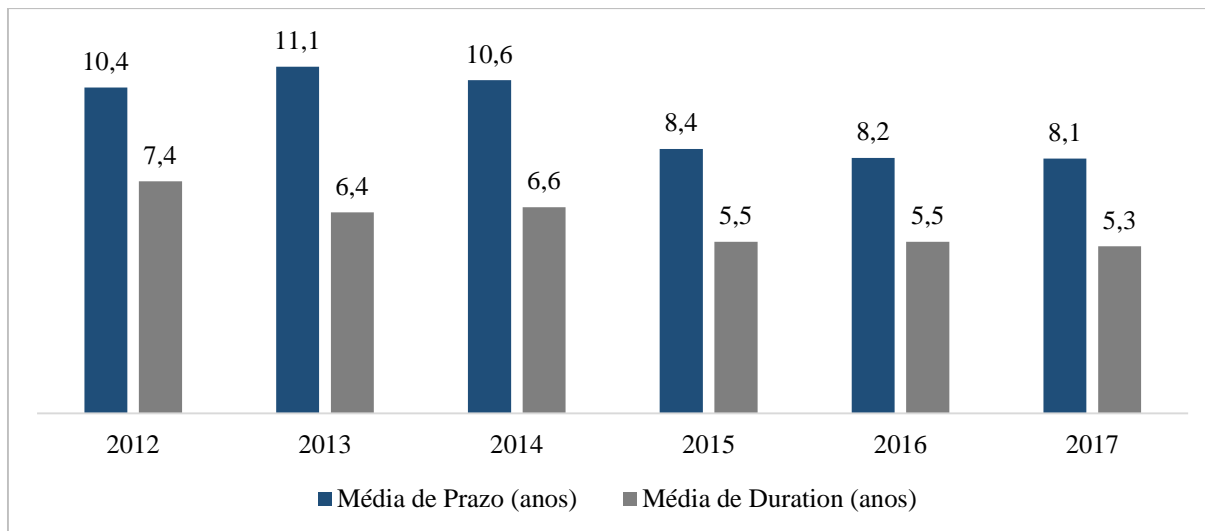
Fonte: Anbima e SND; Elaboração Própria.

Quando analisamos as portarias ministeriais que enquadraram as emissões, é possível notar a clara dominância dos setores de Energia, Transporte e Logística que juntos representam 75,3% do volume de Debêntures Incentivadas já emitidas. Esse primeiro setor, entretanto, domina o número de emissões com 88 séries emitidas, o setor de Transportes e Logística foi responsável por 39 séries, e os demais setores somam 25 séries emitidas e um volume total de R\$ 7,06 bilhões.

A grande diferença no número de debêntures de Energia quando comparado ao Transporte e Logística deve-se ao ticket médio bem diferente em cada um desses setores. Enquanto cada emissão de Energia possui volume médio de R\$ 138 milhões, as de Transporte e Logística

possuem R\$ 241 milhões, com destaque para a Vale S.A., responsável por R\$ 2,34 bilhões em duas emissões entre 2014 e 2015, e à Concessionária Rodovias do Tietê com R\$ 1,1 bilhão em 2013.

Gráfico 10: Prazo e Duration das Emissões



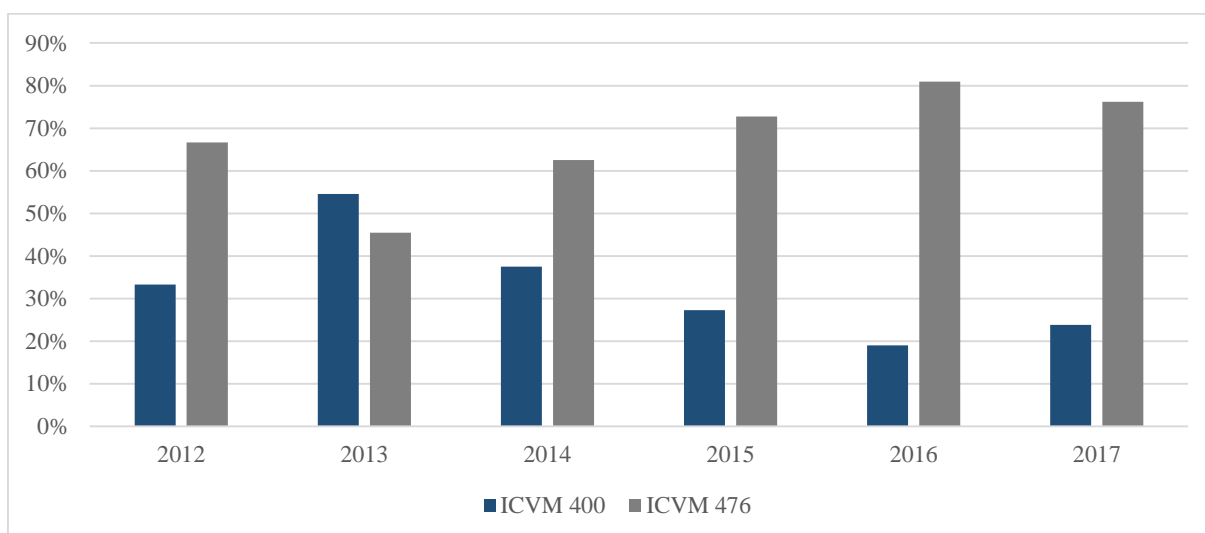
Fonte: Anbima e SND; Elaboração Própria.

Quando analisamos o prazo e a *duration*, definida como “conceito de duração exprime a sensibilidade do preço de um título prefixado a mudanças nas taxas de juros” (Banco Central do Brasil, 1999), das emissões é fácil identificar uma queda razoável de ambos os indicadores. Enquanto nos três primeiros anos o prazo médio ficou acima dos 10 anos, chegando a 11,1 anos em 2013, esse número caiu para a casa dos 8 anos nos anos subsequentes.

Com a *duration* não foi diferente, o indicador que, de certa forma, mede o risco do investidor reaver o principal e os juros do papel, mostra que os títulos emitidos tornaram-se mais conservadores, com uma queda de 7,4 anos em 2012, para 5,3 anos em 2017.

Os dados indicam, portanto, que as Debêntures Incentivadas vêm financiando projetos com prazo de maturação mais curta e com fluxos de caixa futuros cada vez menos arriscados.

Gráfico 11: Percentual de Emissões - Por Formato de Distribuição



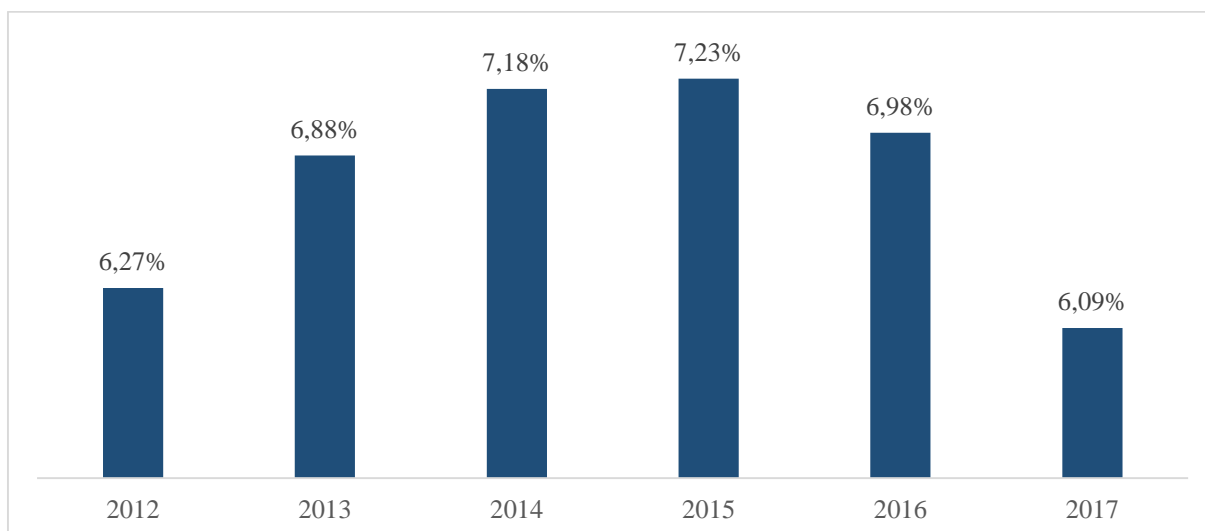
Fonte: Anbima e SND; Elaboração Própria.

A queda tanto do prazo quanto da *duration* das emissões pode estar relacionada com o formato de distribuição adotada. Nota-se um crescimento significativo de Emissões com Esforços Restritos, isto é, sob a Instrução nº 476 da Comissão de Valores Mobiliários em detrimento de Emissões Públicas, de acordo com a Instrução nº 400 da CVM, as quais discutiremos mais detalhadamente no capítulo 3 deste trabalho.

Com a restrição do número de possíveis investidores profissionais imposta pela ICVM 476 (acesso a 75 potenciais investidores) e alocação em até 50 deles, é natural que o ticket médio por investidor aumente e a percepção de riscos sobre o ativo comprado também. Desta forma, esses investidores tenderiam a preferir papéis mais curtos.

Quando comparamos os dois métodos de distribuição, podemos destacar como duas principais vantagens da ICVM 476 o tempo necessário e custos inferiores, quando comparados à uma oferta pública. A ICVM 400, entretanto, possibilita acesso ilimitado a investidores (tanto quantidade, quanto classe), o que possibilita não só uma distribuição mais pulverizada do papel, mas também taxas finais mais baratas para os emissores. Em contrapartida, essa instrução demanda um nível de diligência muito maior dos envolvidos na transação.

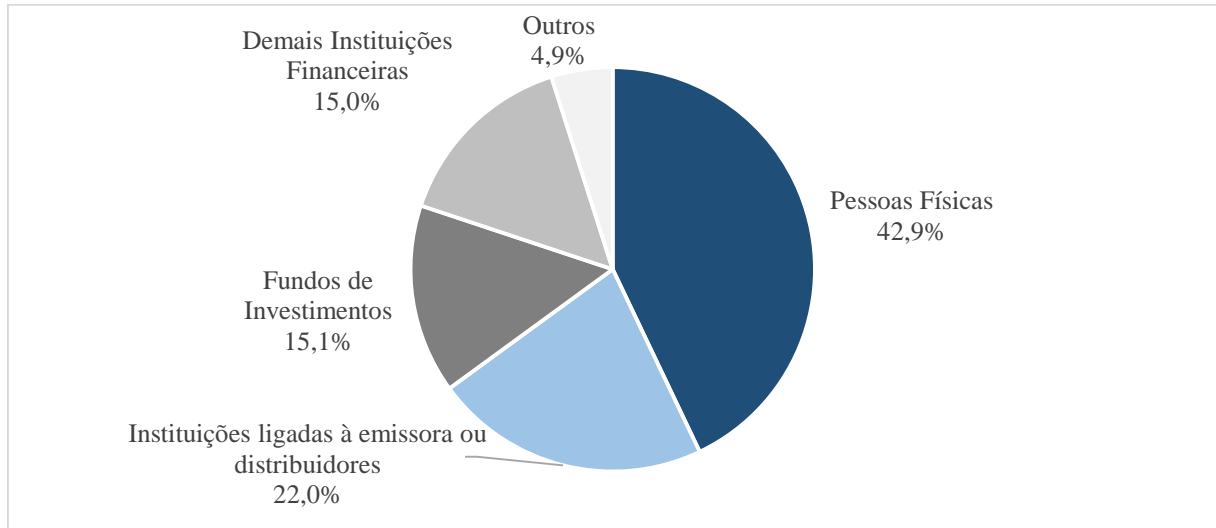
Gráfico 12: Spread das Emissões



Fonte: Anbima e SND; Elaboração Própria.

Todas as 115 emissões de Debêntures Incentivadas através do Artigo 2º emitidas 2017 eram indexadas ao Índice Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Analisando as 152 séries emitidas nessa amostra, podemos identificar que, apesar da queda do prazo e da *duration*, houve um aumento do spread nas taxas das debêntures desde o seu surgimento. O cupom médio sobre o IPCA atingiu seu ápice no ano de 2014, chegando a 7,23% e vem caindo desde então. Os anos de 2016 e 2017 apresentaram forte queda com relação a 2015, descendo a níveis abaixo de 2012. Esse dado, por sua vez, parece pouco instintivo uma vez que presenciamos uma queda acentuada no IPCA acumulado desde seu ápice em 2015.

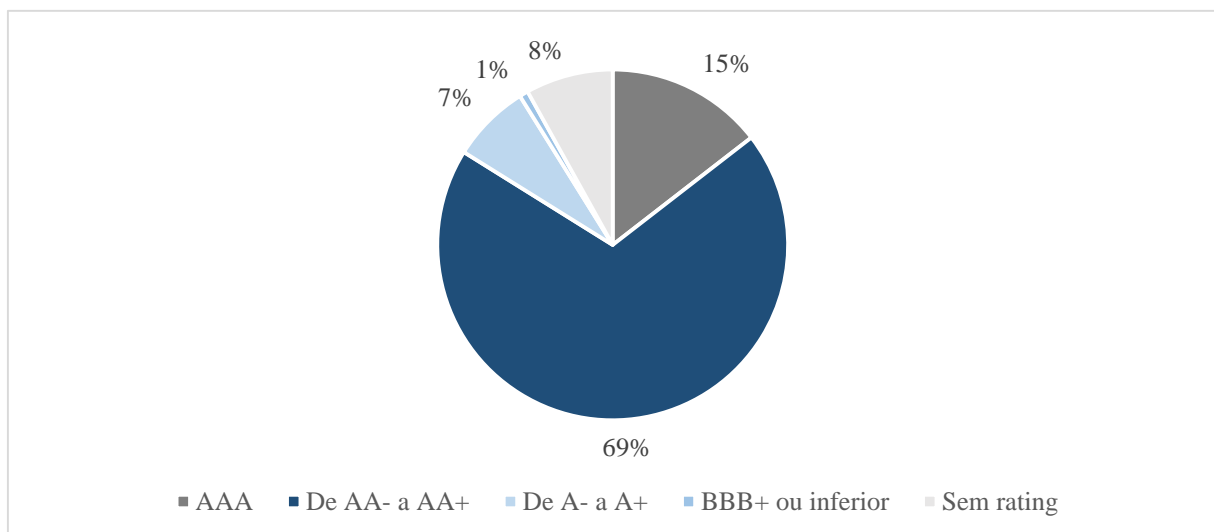
Gráfico 13: Divisão dos Subscritores das Debêntures Incentivadas (em %)



Fonte: Anbima e SND; Elaboração Própria.

Quando analisamos o perfil dos investidores que subscreveram as Debêntures de Infraestrutura no mercado primário, fica claro o público alvo desses títulos. Como citado anteriormente, mais 60% do volume de todas as debêntures emitidas no período analisado foram subscritas por Investidores Institucionais. No caso das Debêntures Incentivadas, o cenário é outro. Aqui, quase 43% dos papéis são comprados por investidores Pessoa Física, e apenas 35% por Investidores Institucionais. Temos também a forte presença de investidores ligados à emissora ou aos participantes dos consórcios de distribuição, com 22% do total.

Gráfico 14: Classificação de Risco das Emissões - Escala Local



Fonte: Anbima e SND; Elaboração Própria.

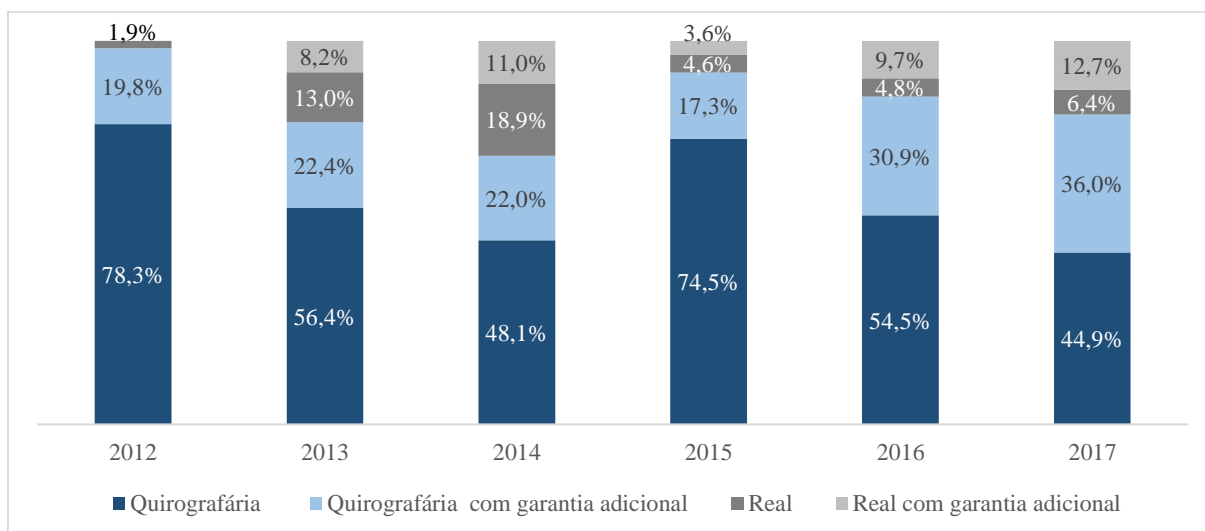
A classificação de risco de crédito (*rating*) é um indicador do risco de não cumprimento das obrigações financeiras (*default*) de uma país, companhia ou emissão. Esse indicador é apresentado em forma de notas emitidas por agências de rating, as principais agências do mercado são a Standard & Poor's, Fitch Ratings e Moody's, e são divididos em três segmentos: grau de investimento (com notas entre triplo B menos e triplo A); grau especulativo (com notas entre triplo C mais e C menos); e *default* (nota D). No caso de dívidas de longo prazo, o caso da grande parte das debêntures de infraestrutura, o *rating* da emissão é fundamental para que os investidores possam mensurar o risco atrelado a cada uma das emissões e seus respectivos projetos. Além disso, grande parte dos Fundos de Pensão e Gestoras de Ativos possuem regulamentos com restrições de investimentos em papéis abaixo de uma certa classificação de risco.

De acordo com o gráfico, 92% das debêntures de infraestrutura já emitidas possuíam *rating*, destas, todas possuíam grau de investimento, o que indica uma boa qualidade no risco de crédito das emissões locais. É importante destacar que 69% das emissões possuem rating entre duplo A menos e duplo A mais, uma vez que esse é o piso para os principais investidores institucionais locais poderem alocar os recursos sob sua gestão.

Um dos principais fatores de fundamentações para a obtenção de uma boa classificação de risco é o pacote de garantias envolvido nas transações. Estas variam desde cessões de fluxos de recebíveis futuros, fiança dos acionistas ou até mesmo a dação dos próprios ativos em garantia. No âmbito das emissões incentivadas, a partir de 2013, a grande maioria das emissões passaram a contar com garantias reais ou adicionais com a finalidade de mitigar o risco dos projetos que possuem, em média, prazos de maturação (*completion* físico e *completion* financeiro) mais longos do que o comumente aceito pelos investidores privados locais, como vimos na sessão que tratou o perfil dos debenturistas brasileiros.

O Gráfico 15, entretanto, mostra forte presença de garantias Quirografárias, que sempre superaram 40% do total nos anos analisados. Emissões de debêntures da espécie quirografária, sem garantia adicional, não oferecem quaisquer garantias aos investidores, tendo preferência apenas sobre as emissões da espécie subordinada em caso de *default*. Por outro lado, vemos o crescimento de emissões com garantias Reais, com exceção dos anos de 2015 e 2016. Em caso de liquidação, estas possuem só estão subordinadas às dívidas trabalhistas (até 150 salários mínimos), de acordo com Carvalho (2017, pp. 62).

Gráfico 15: Espécies das Debêntures Incentivas - Participação do Volume Total (%)



Fonte: Anbima e SND; Elaboração Própria.

Desta forma, podemos traçar o perfil das emissões incentivadas através dos Artigo 2º da Lei 12.431/11 como papéis com uma média de 1,3 séries por emissão, *ticket* médio de R\$ 247 milhões, forte concentração de emissores dos setores de Energia Elétrica (geradoras, transmissoras e distribuidoras de energia) e Transporte e Logística (rodovias e portos) com ótimas classificações de risco, prazos em média de 8 anos, taxas superiores a IPCA + 6,00% ao ano, mais de 70% das emissões são realizadas via Ofertas de Esforços Restritos e forte presença de investidores Pessoa Física, mas os Institucionais ainda aparecem com bastante relevância.

II.3 – Considerações Finais

Torres e Macahyba (2012) consideram a isenção fiscal reguladas pelos artigos 1º e 2º da Lei 12.431/11 uma das iniciativas de maior impacto do Governo com a finalidade de desenvolver o mercado de dívida corporativa de longo prazo. Enquanto o artigo 1º acabou com a assimetria no tratamento tributário entre os papéis de dívida corporativa e os títulos públicos comprados por investidores estrangeiros, o artigo 2º aumentou a atratividade desses papéis para os investidores nacionais, sejam eles pessoa física ou jurídica.

Os incentivos foram bem recebidos tanto pelos emissores, quanto pelos investidores e pelas instituições financeiras que prestam os serviços de estruturação e distribuição desses papéis, conforme Carvalho (2017):

“No geral, a lei 12.431/11 foi avaliada de forma muito positiva pelos diversos atores do mercado, pois traz vantagens financeiras para todos eles. Para as empresas, ela representa a oportunidade de captar a uma taxa mais baixa do que nos outros tipos de oferta de debêntures, ainda que parte do subsídio a que ela teria direito tenha que ser dividido com os investidores. Para os bancos, ela aumenta o número de emissões e, conseqüentemente, os ganhos destes com a estruturação de operações. E para os investidores ela confere um benefício fiscal que eles não possuíam anteriormente.”

Carvalho (2017) apresenta ainda críticas de um entrevistado, segunda a autora, bastante envolvido em discussões sobre o desenvolvimento do mercado de capitais, com relação às ineficiências fiscais da Lei. Segundo este, uma base restrita de investidores de alta renda acaba, através da exigências de taxas mais altas para subscrever os papéis, se apropriando de parte dos subsídios oferecidos que deveriam incentivar exclusivamente os projetos de infraestrutura.

Apesar dos estímulos similares, os resultados foram bem diversos. Enquanto as emissões voltadas para investidores locais apresentem forte crescimento no período analisado, com mais de uma centena de emissões nos últimos anos, às voltadas aos investidores estrangeiros somaram apenas 12 emissões, que representam R\$ 6,0 bilhões, fortemente concentradas entre os anos de 2012 e 2013.

Desta forma, a Lei cumpre, em partes, o seu papel de estimular fontes de financiamento alternativas para os projetos de infraestrutura que não as linhas concedidas pelo BNDES. Vale notar, a partir do perfil analisado no item anterior, que apesar dos estímulos, nem todos os emissores têm acesso a esse mercado. Os tickets médios altos, longos prazos e concentrações de rating e setores específicos, os diversos pré-requisitos para enquadramento das emissões, podem explicar o número ainda reduzido de emissões e a pouca diversidade de emissores.

CAPÍTULO III – A ICVM 476 COMO TENTATIVA DE DINAMIZAR O MERCADO DE CAPITAIS LOCAL

III.1 – A Instrução nº 476 da CVM

A Instrução nº 476, de janeiro de 2009, conforme alterada, foi idealizada com a finalidade de trazer mais agilidade às emissões de título de valores mobiliários. Fosse eles títulos de dívida ou de *equity*. Tais simplificações foram inspiradas, segundo Carvalho (2017), na regra 144A da *Securities and Exchange Commission* (SEC), o equivalente da CVM nos Estados Unidos, e trouxeram bastante celeridade e diminuíram os custos de emissão quando comparadas às demandas impostas pela Instrução nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada.

Os principais aspectos de vantagem com relação à ICVM 400 estão relacionados à diminuição de etapas burocráticas, como o registro da oferta na própria Comissão de Valores Mobiliários e a elaboração de prospectos com informações da oferta e da emissora – este documento comumente ultrapassa 400 páginas. Para comparação, um cronograma de emissão via ICVM 400 leva, no mínimo, 14 semanas, enquanto emissões via ICVM 476 é possível – principalmente quando subscrita pela tesouraria dos bancos envolvidos na operação - estruturar uma emissão em até 2 semanas.

Dentre as desvantagens da 476 com relação à Instrução 400, podemos destacar a menor abrangência de investidores acessados e alocados. O Artigo 3º da 476 previa que apenas 50 investidores qualificados poderiam ser abordados pelos distribuidores da oferta e 20 deles poderiam ser alocados. Tal artigo foi alterado pela Instrução nº 554, de 17 de dezembro de 2014, aumentando o número de investidores procurados para 75, o limite de alocações para 50 investidores e introduziu o conceito de investidores profissionais.

Abaixo, seguem destacados principais alterações introduzidas pela ICVM 476 e suas alterações:

- Público Alvo: emissões destinadas exclusivamente para Investidores Profissionais, conforme Instrução nº 554, de 17 de dezembro de 2014, conforme alterada;
- Registro da Emissão: as Ofertas Restritas passam a ser automaticamente dispensadas no registro de emissão, conforme previsto na Lei nº 6.385;

- Procedimento de Distribuição: a menor diligência e menor disponibilização de informações com relação à oferta e à emissora, quando comparada à Ofertas Públicas, acarretou na restrição do número e qualificação dos investidores que podem ser procurados e, posteriormente, subscrever os títulos;
- O Período de *Lock-up*: a Instrução 476, conforme alterada, prevê que os Investidores Profissionais que adquirirem as debêntures no mercado primário estão proibidos de negociar os ativos por um período de 90 dias.

A maior agilidade e diminuição nos custos de emissões trouxe um reflexo imediato no mercado, uma vez que as emissões 476 passaram a dominar o mesmo, conforme veremos na terceira sessão deste capítulo.

“Para reduzir o custo e o tempo dessas emissões, os lançamentos são geralmente feitos através de um procedimento simplificado, a chamada Oferta Restrita ou do tipo 476. Nesse caso, a operação só pode ser apresentada a um público de até 75 investidores, que precisam aportar valores mínimos elevados. Em compensação, a emissão não precisa de autorização prévia da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (...) As emissões do tipo 476 dominaram o mercado desde que começaram a ser autorizadas em 2009.” (Torres, 2017)

Após expostas as principais novidades introduzidas pela ICVM 476, compararemos na seção seguinte dois processos hipotéticos de emissões via ambas as instruções, explicando sumariamente os principais passos da estruturação.

III.2 – Processo de Estruturação e Distribuição de Debêntures: ICVM 400 x ICVM 476

A Tabela 4 apresenta as principais fases do processo de emissão de uma oferta de debêntures via as instruções 400 e 476, da CVM, sem garantias e com esforço de vendas para investidores privados. Dividimos aqui o processo em quatro etapas, sendo elas: (i) Estruturação da Oferta; (ii) o Procedimento de Venda; (iii) a Liquidação Financeira; e (iv) o Protocolo do Anúncio de Encerramento. A seguir discutiremos com mais detalhes cada um deles.

Tabela 4: Processo de Estruturação Simplificado

Atividade	ICVM 400	ICVM 476	Comentário
Estruturação da Oferta			
Negociação da Escritura	✓	✓	
Confecção do Prospecto	✓		
Confecção do Material Publicitário	✓	✓	
Atualização o FRE	✓		
Registro da Oferta junto à CVM	✓		
Procedimento de Venda			
<i>Roadshow</i>	✓	✓	
Período de Análise dos Investidores	✓	✓	
<i>Bookbuilding</i>	✓	✓	
Liquidação Financeira	✓	✓	
Anúncio de Encerramento	✓	✓	Simplificado p/ 476

Elaboração Própria.

A fase de Estruturação da Oferta tem o envolvimento direto da Companhia Emissora, do Assessor Legal da Emissora, do(s) Banco(s) de Investimento e Assessor Legal do(s) Banco(s) (em conjunto “Partes”). Nesta etapa as Partes negociam todas as questões contratuais da emissão, que tem como principal documento a Escritura de Emissão. Nela estão contidas todas as características das debêntures – como volume, quantidade, valor unitário, prazo, taxa e frequência do pagamento de juros, por exemplo – e os demais pontos contratuais, onde os mais importantes são os Eventos de Vencimento Antecipado e itens de Resilição Voluntária e Involuntária. Esta negociação é comum à ambas as formas de Oferta. Outra etapa comum às duas formas de Ofertas para emissões com esforços de venda, é a Confecção do Material Publicitário. Esse material é confeccionado pelo(s) Banco(s) a partir de informações públicas da Emissora. No caso de emissões 400, o mesmo deve ser protocolado e aprovado pela CVM como documento da oferta.

Para Ofertas Públicas, são necessários ainda a Confecção do Prospecto, a Atualização do Formulário de Referência da Emissora e a solicitação do Registro da Oferta junto à CVM. Supondo que todas essas etapas sejam realizadas em concomitância, o prazo mínimo para realização é de 30 dias úteis.

A segunda fase é o Procedimento de Venda, sua primeira etapa é a realização do *Roadshow*, reuniões com investidores para apresentar a Emissora e a Emissão, que ocorrem em 2 ou 3 cidades diferentes durante 3 a 5 dias. Tais reuniões são organizadas pelos times de venda de títulos de renda fixa dos Bancos e, geralmente, contam com a presença de gerentes e diretores financeiros/relação com investidores das Emissoras.

O Período de Análise dos Investidores varia de acordo com o público alvo da oferta. Fundos de Pensão costumam solicitar até 20 dias para análise interna de crédito, Assets privadas tendem a ser mais ágeis no processo de aprovação. Uma vez respeitado o período de análise dos investidores, toma lugar o procedimento de *Bookbuilding*, coleta de intenções de compra por parte dos investidores. Existem no mercado dois tipos de *Bookbuilding*: (i) o de taxa; e (ii) o de volume). No primeiro modelo, é adotado o sistema de Leilão Holandês que, segundo o Manual de Operações da CETIP/B3 de 2014, “O Leilão do tipo holandês considerará, para efeito de apuração, uma taxa única (taxa de corte) (...) aceito pelo Emissor. Dessa forma, os vencedores do leilão receberão a mesma taxa (...) para as suas respectivas quantidades ofertadas.”. Desta forma, tanto a taxa final quanto o volume da oferta podem variar de acordo com a decisão final da Emissora. No modelo de *book* de volume, as taxas são fixas e cada um dos investidores será alocado de acordo com a relação se sua demanda sobre o volume total demandado pelo mercado – podendo a emissora alocar de forma discricionária os investidores.

Por fim, uma vez concedido o registro da oferta, a mesma chega à Liquidação Financeira. Esta é intermediada pela B3. Com o fim da emissão, a mesma deve ser encerrada no prazo de até 5 dias após a liquidação financeira. As Ofertas Públicas devem ter seu anúncio protocolado junto à CVM, enquanto as Ofertas Restritas apenas comunicam através de preenchimento (pelo Coordenador Líder) do formulário no site da Comissão.

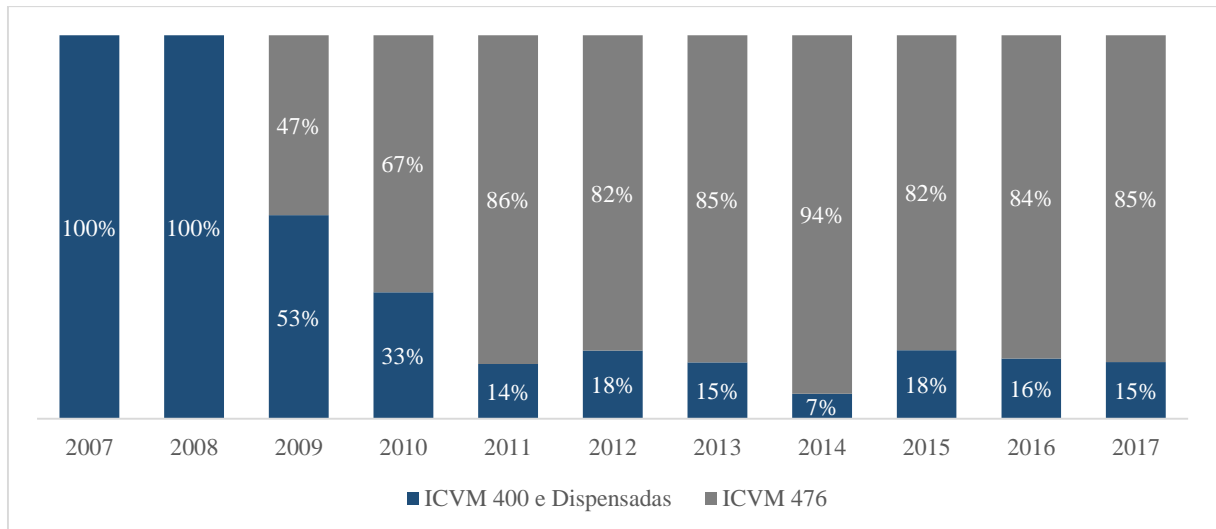
III.3 – A Aderência e o Efeito das Emissões Com Esforços Restritos

Como citado nas seções anteriores, o Instrução 476 tinha como finalidade simplificar o procedimento de emissões de títulos de renda fixa e variável com a finalidade de dinamizar o mercado e dar a oportunidade dos emissores aproveitarem eventuais janelas de oportunidade. O Gráfico 16 corrobora a leitura de Torres (2017), mostrando que já em 2010, com apenas um ano de vigência, as emissões com Esforços Restritos dominaram o mercado de renda fixa local.

Essa dominância estende-se para todas as categorias de ativos analisadas. Os dados da Anbima indicam que não há nenhuma das últimas 611 emissões de Notas Promissórias ocorreram via Instrução 400 – as duas últimas foram realizadas em 2012. Essa tendência é válida para a maioria dos ativos emitidos em 2017, a proporção de Ofertas Restritas foi de: 87% das operações de LFs; 69% dos CRIs; 75% dos FIDCs; e 93% das Debêntures. A única exceção

são os CRAs, que, devido ao incentivo fiscal, têm como público alvo investidores Pessoa Física. Neste caso, as Ofertas Públicas representam mais de 82% das emissões desses títulos em 2017.

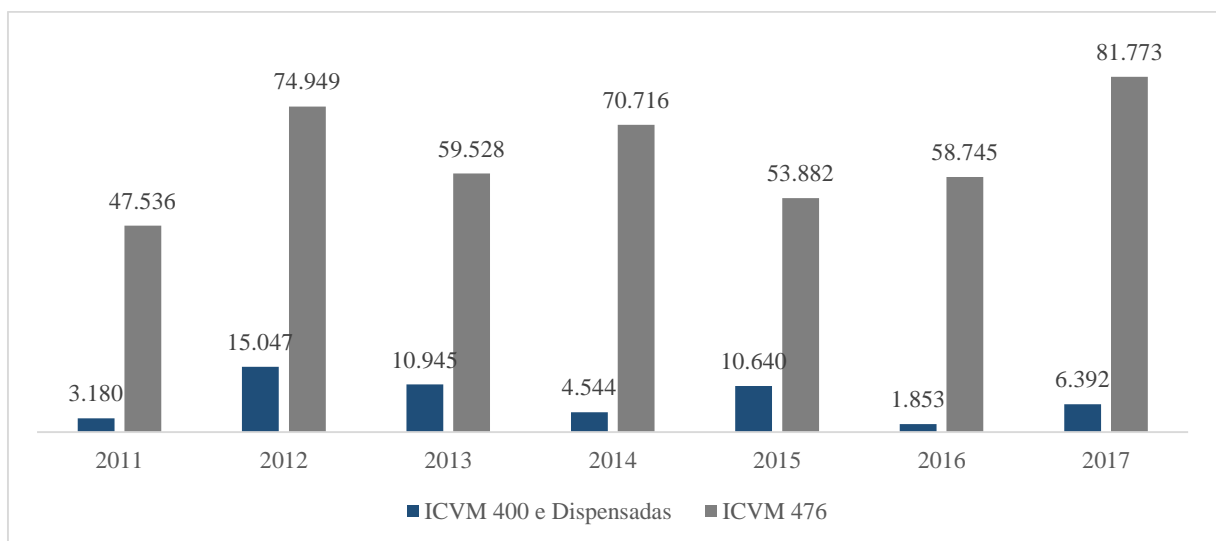
Gráfico 16: Formato das Emissões de Renda Fixa Local - Participação do Volume Total (%)



Fonte: Anbima e SND; Elaboração Própria.

Analisando mais a fundo o mercado de Ofertas 476 de Debêntures, os Gráficos 17 e 18, deixam ainda mais claro a preferência dos emissores e bancos de investimento por essas ofertas. Mesmo com as flutuações de mercado no período, há um crescimento claro do volume e quantidade de emissões via 476 com participação de quase 90% do volume total e 95% do número de operações.

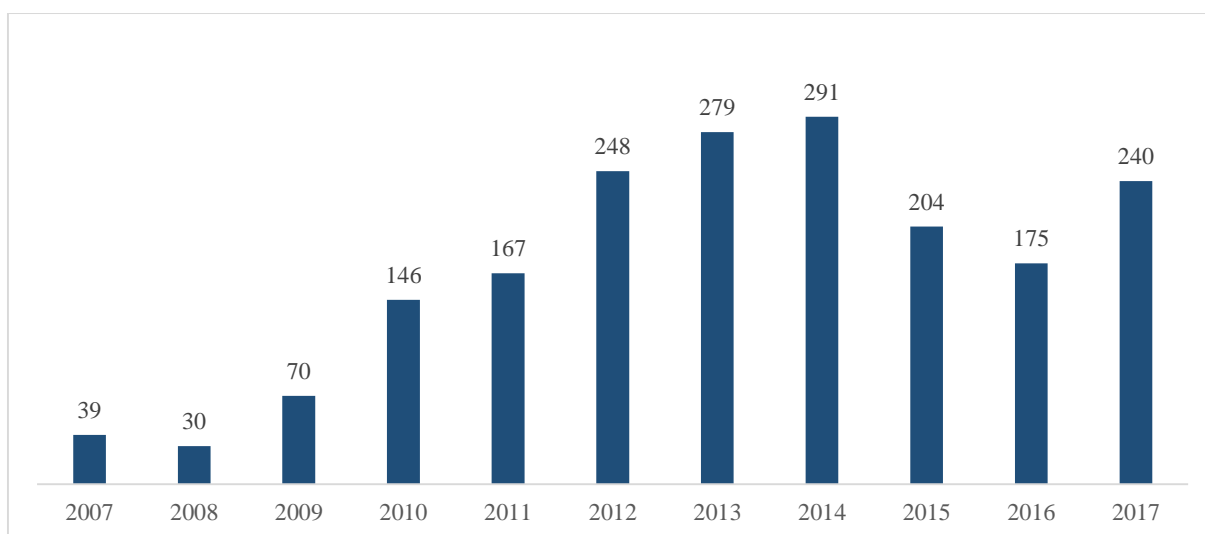
Gráfico 17: Formato das Emissões de Debêntures - Volume (R\$ milhões)



Fonte: Anbima e SND; Elaboração Própria.

O Gráfico 18 mostra a evolução do número de emissões de debêntures desde 2007. É claro que efeitos externos como a crise de 2008 e a instabilidade política recente brasileira afetaram o mercado local de forma significativa, entretanto não há como negar a guinada no número de emissões e o maior dinamismo do mercado de renda fixa local após o início das emissões com Esforços Restritos. O CAGR, sigla de *Compound Annual Growth Rate*, que é um indicador de taxa de crescimento no período, quando calculamos o mesmo de acordo com os dados informados pela Anbima, temos um crescimento de 19,9% ao ano para o número de operações de debêntures.

Gráfico 18: Número de Emissões de Debêntures



Fonte: Anbima e SND; Elaboração Própria.

Isto posto, é possível inferir que a Instrução atingiu seu objetivo principal de dinamizar o mercado local através da redução de custos, burocracia e tempo envolvidos nas emissões. Vale ressaltar, entretanto, que uma parte significativa das emissões 476 são subscritas pelas tesourarias dos bancos envolvidos na distribuição dos papéis, o que configura, na prática, uma operação de crédito e não uma operação no mercado de capitais.

CONCLUSÃO

No primeiro capítulo, foram apresentados o mercado de títulos privados global, o mercado de títulos corporativos global e o mercado de capitais, com destaque do papel dos títulos corporativos como fonte de financiamento de longo prazo do investimento nacional. Com relação ao mercado de dívida corporativa internacional, apesar do crescente interesse das companhias brasileiras, os papéis desses emissores ainda representam uma pequena fração desse mercado liderado por países desenvolvidos como Estados Unidos Europa Ocidental. O mercado de capitais brasileiro, por sua vez, mostra sinais de recuperação das operações de *equity* e vêm crescendo de forma sustentada quando falamos de renda fixa.

Quando analisamos o perfil das emissões de debêntures e juntamos esses dados com informações do BNDES de fontes de crédito de longo prazo e financiamento da indústria e infraestrutura, ficou claro o papel do banco estatal como a mais importante fonte de recursos de longo prazo, seja via linhas de crédito diretas, seja pelas indiretas – com participação dos bancos comerciais. Apesar do aumento considerável da participação das Debêntures Corporativas como alternativa de *funding*, a grande maioria das emissões locais são voltadas para constituição do capital de giro e refinanciamento do passivo de curto prazo.

O capítulo II abordou a Lei 12.431/11, que tinha como finalidade desenvolver o mercado de dívida corporativa local atraindo investidores privados para financiar projetos fundamentais para o desenvolvimento do país, através de incentivos fiscais. Após seis anos em vigência, a Lei é considerada uma das iniciativas de maior impacto do Governo para o desenvolvimento do mercado de longo prazo. Enquanto o Artigo 1º acabou com assimetrias de tratamento tributário entre papéis de dívida corporativa e títulos públicos subscritos por investidores estrangeiros, o Artigo 2º atraiu investidores pessoa física e jurídica para financiar projetos de infraestrutura.

Os críticos à Lei, por sua vez, apontam uma série de ineficiências na mesma. A principal delas é do ponto de vista fiscal, aonde um pequeno número de investidores de alta renda possuiriam poder de exigir retornos mais altos e, desta forma, se apropriariam de parte do incentivo concedido pelo Governo, em detrimento das empresas emissoras – que captariam a preços mais altos.

Outra medida bem sucedida na tentativa de desenvolver o mercado de capitais local como um todo foi a criação da Instrução nº 476 da Comissão de Valores Mobiliários. Esta, que rege a

emissão de títulos específicos de renda variável e fixa, criou o conceito de Oferta Restrita de valores mobiliários. Essas Ofertas seriam versões simplificadas das Ofertas Públicas, regidas pela ainda vigente Instrução nº 400 da CVM, que trouxeram maior celeridade e redução dos custos de emissão através exclusão de uma série de obrigações por parte dos Emissores e Coordenadores. Vale destacar aqui a dispensa automática do registro das ofertas junto à CVM e a não obrigatoriedade da confecção do Prospecto.

Ficou claro, já no seu segundo a preferência dos agentes do mercado por esse formato de emissões. Hoje o mercado é dominado pelos títulos 476 e o número de operações aumentou em mais de seis vezes desde 2008. A maior crítica à Instrução é o limite de investidores que podem ser procurados e efetivamente alocados nesse modelo, fazendo com que os *tickets* individuais sejam altos, dependendo do volume total da emissão.

A fim de desenvolver ainda mais o mercado local, Torres (2017) sugere o fim dos obstáculos à colocação desses títulos em Ofertas Públicas, ou seja, uma alteração da ICVM 400 que possibilite acesso ainda mais amplo a todos os tipos de investidores e ainda a criação do conceito de Emissor Qualificado, para emissores frequentes e que cumpram rigorosamente as obrigações de disponibilização das informações necessárias ao público.

Por fim, podemos considerar como medidas de sucesso a Lei nº 12.431 e a Instrução nº 476 como instrumentos de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Entretanto, estes não parecem ser ainda suficientes para sanar a dependência ainda existente dos bancos públicos – em especial do BNDES – no financiamento de longo prazo. É importante ressaltar, entretanto, que é necessária também uma maior sofisticação dos investidores privados locais para melhor entender os complexos projetos e seus riscos de crédito dos empreendimentos de infraestrutura.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANBIMA. **Boletim de mercado de capitais 2013**. Relatórios do mercado de capitais. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm. Acesso em 05 abr 2018.
- ANBIMA. **Boletim de mercado de capitais 2014**. Relatórios do mercado de capitais. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm. Acesso em 05 abr 2018.
- ANBIMA. **Boletim de mercado de capitais 2015**. Relatórios do mercado de capitais. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm. Acesso em 05 abr 2018.
- ANBIMA. **Boletim de mercado de capitais 2016**. Relatórios do mercado de capitais. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm. Acesso em 05 abr 2018.
- ANBIMA. **Boletim de mercado de capitais 2017**. Relatórios do mercado de capitais. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm. Acesso em 05 abr 2018.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de inflação, 1999**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/1999/12/ri199912p.pdf>. Acesso em: 05 abr. 2018.
- BIBLIOTECA DIGITAL DO BNDES. **Investimento, financiamento e o bndes**. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/948>. Acesso em: 05 abr. 2018.
- BRAGA, KESIA. **AS DEBÊNTURES INCENTIVADAS NO FINANCIAMENTO DE INFRAESTRUTURA NO BRASIL: ASPECTOS ESTRUTURAIS E PERSPECTIVAS**. Ago. 2017.
- CARVALHO, Paula Silva De. **Perfil e Determinantes do Mercado de Debêntures no Brasil no Período 2004-2014. Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE)**, [S.L], mai. 2017. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/index.php/pos-graduacao/ppge/dissertacoes-teses#doutorado>. Acesso em: 05 abr. 2018.
- CEPEDA, GRECO & BANDEIRA DE MELLO ADVOGADOS. **Instrução cvm nº. 476, ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos**. Disponível em: http://www.cgbm.com.br/wp-content/uploads/03_informativo_16_jan_2009.pdf. Acesso em: 05 abr. 2018.
- DEBÊNTURES.COM.BR. **Bancos utilizam debêntures para driblar recolhimentos obrigatórios**. Disponível em: <http://www.debentures.com.br/informacoesaomercado/noticias.asp?mostra=3661&pagina=-121>. Acesso em: 05 abr. 2018.
- EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS DO BNDES. **Boletim de desempenho do bndes**. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/desembolsos>. Acesso em: 05 abr. 2018.
- FILHO, Ernani Teixeira Torres. O financiamento de longo prazo no Brasil: análise e propostas para melhorias. **INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL**, [S.L], jun. 2017. Disponível em: http://www.iedi.org.br/cartas/carta_jedi_n_791.html. Acesso em: 05 abr. 2018.
- FILHO, Ernani Torres; MACAHYBA, Luiz. O Elo Perdido - O MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA CORPORATIVA NO BRASIL: AVALIAÇÃO E PROPOSTAS. **Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial e Instituto Talento Brasil**, [S.L], jun. 2012. Disponível em:

<http://www.iedi.org.br/anexos_legado/4ff6e4934e2d3070.pdf>. Acesso em: 05 abr. 2018.