

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

## **O Mercado de Debêntures Brasileiro e as Novas “Debêntures Incentivadas”**

RODRIGO FONTENELLE PEREIRA MATOS  
Matrícula nº 109024133

ORIENTADOR: Prof. Ernani Teixeira Torres Filho

Agosto de 2014

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

## **O Mercado de Debêntures Brasileiro e as Novas “Debêntures Incentivadas”**

---

RODRIGO FONTENELLE PEREIRA MATOS  
Matrícula nº 109024133

ORIENTADOR: Prof. Ernani Teixeira Torres Filho

Agosto de 2014

***As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor***

## AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais e ao meu irmão por todo o apoio, incentivo e compreensão durante esses quatro anos e meio de faculdade. Agradeço a minha avó por toda a ajuda ao longo da minha formação acadêmica, bem como os conselhos, cobranças e incentivos durante esse tempo. Agradeço também ao meu orientador Ernani Teixeira Torres Filho por ter me orientando nesse trabalho.

## RESUMO

Este trabalho tem como objetivo analisar a evolução do mercado de debêntures no Brasil, principalmente a partir de 2004, expondo as formas de financiamento que as empresas costumam utilizar e o papel das debêntures nesse financiamento, trazendo ainda as principais características que envolvem a emissão de uma debênture.

Em seguida, é apresentada a composição do crédito corporativo no Brasil e a mudança de cenário após a crise de 2008 com o aumento da participação do BNDES e das debêntures no financiamento das empresas. O trabalho procura mostrar as condicionantes que ocorreram em prol dessa nova composição e traz as medidas implementadas pelo governo para incentivar o desenvolvimento do mercado de debêntures, principalmente no que tange a lei Federal 12.431/11 de incentivo a emissão das chamadas “Debêntures Incentivadas”.

Por último é analisado o impacto dessas medidas em algumas das emissões realizadas no âmbito da lei 12.431/11, trazendo opiniões do mercado, de especialistas e até o ponto de vista das empresas sobre a eficácia das medidas implementadas.

## ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO .....	6
CAPÍTULO I – O Financiamento Corporativo e o Papel das Debêntures .....	8
I.1 – Como as empresas se financiam .....	8
I.2 - O que é uma debênture .....	11
CAPÍTULO II – O Mercado de Crédito Corporativo no Brasil.....	14
II.1 – A mudança na composição do crédito corporativo no Brasil.....	14
II.2 – O papel do BNDES .....	15
II.3 – O mercado de debêntures.....	17
CAPÍTULO III - A Lei 12.431/11 e as novas “Debêntures Incentivadas” .....	21
III.1 – A criação da lei de incentivo a projetos de infraestrutura .....	21
III.2 – Os primeiros lançamentos enquadrados na Lei 12.431/11 .....	24
III.3 – A primeira emissão de “Debêntures Incentivadas” .....	25
III.4 – A primeira emissão pública de “Debêntures Incentivadas” .....	25
III.5 – A melhora do cenário para emissões incentivadas .....	26
III.6 – A emissão de R\$ 1 bilhão feita pela Vale.....	27
CONCLUSÃO .....	29
BIBLIOGRAFIA.....	31

## ÍNDICE DE FIGURAS, GRÁFICOS E TABELAS

Tabela 1 – Fontes de Financiamento de Empresas no Mundo (2005-2012) .....	9
Gráfico 1 – Fonte de Financiamento do Investimento para a Indústria e a Infraestrutura no Brasil .....	10
Gráfico 2 – Evolução do Crédito Corporativo (Em % do PIB).....	14
Gráfico 3 – Desembolsos do BNDES .....	15
Gráfico 4 – Composição dos ativos do BNDES .....	16
Grafico 5 – Estoque de Debêntures (em %do PIB) .....	18
Grafico 6 – Emissão de Debêntures.....	18
Gráfico 7 – Volume Financeiro Diário Médio (em R\$ milhões) .....	20
Figura 1 – Isenção de Imposto de renda para Debêntures Incentivadas .....	22
Tabela 2 – Emissões de Debêntures Incentivadas em 2012 .....	24
Tabela 3 – Emissões de Debêntures Incentivadas em 2013 .....	26
Tabela 4 – Emissões de Debêntures Incentivadas em 2014 .....	27

## INTRODUÇÃO

O desenvolvimento da infraestrutura é um componente vital para o crescimento econômico de um país, pois melhora a qualidade de vida da população, eleva a eficiência na produção, no transporte e nas comunicações, como também ajuda a criar um ambiente de perspectivas positivas que faz com que aumente o interesse por desenvolver a atividade econômica no país.

Contudo, esses setores têm sido um dos principais gargalos para o crescimento dos países, em especial do Brasil. Até a década de 90, esse tipo de investimento era de responsabilidade do poder público, porém hoje, as empresas privadas representam uma grande parcela da demanda por investimentos em projetos de infraestrutura e oferecem soluções para problemas que anteriormente deveriam ser propostos pelo poder público.

Projetos de infraestrutura são investimentos que envolvem financiamento de longo prazo. Com isso, os bancos de desenvolvimento e o mercado de títulos privados são as principais fontes capazes de viabilizar esse tipo de investimento, pois possuem prazos de maturação elevados. Nos últimos anos no Brasil, grande parte dos recursos utilizados para financiar a expansão do setor vem do financiamento do governo feito pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O mercado de títulos privados, por sua vez, é composto basicamente pelas debêntures e hoje no Brasil ainda se encontra muito incipiente, apesar da trajetória recente de crescimento desse mercado.

Como forma de minimizar a participação do BNDES no financiamento desses projetos e desenvolver o mercado de títulos corporativos, o governo vem tomando medidas de forma a ampliar e aprofundar o mercado de debêntures. A principal delas foi a publicação da lei 12.431/11, que estimula a emissão de “Debêntures Incentivadas” através de 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 das empresas, além de apresentar a evolução recente do mercado de debêntures e relacionar as mudanças ocorridas em virtude da lei 12.431/11 com as primeiras emissões de Debêntures Incentivadas.

Este trabalho está dividido em três capítulos. O primeiro traz um panorama geral de como as empresas não financeiras tem se financiado no mundo e em particular no Brasil, além de mostrar o papel das debêntures nesse financiamento bem como suas principais características.

O segundo capítulo apresenta a evolução do crédito corporativo no país com o aumento de participação do BNDES e das debêntures nesse mercado, principalmente após a crise de 2008, e também expõe as principais dificuldades enfrentadas pelo mercado de debêntures para se consolidar no país.

O último capítulo traz as mudanças que ocorreram em prol do desenvolvimento do mercado doméstico de títulos corporativos e a criação da Lei 12.431/11, além de uma análise baseada em dados disponíveis pela ANBIMA, reportagem da época e uma entrevista feita com a empresa que realizou a primeira emissão pública de Debêntures Incentivadas que mostram a evolução desse mercado nos últimos anos.

## CAPÍTULO I – O Financiamento Corporativo e o Papel das Debêntures

### I.1 – Como as empresas se financiam

Para promover o crescimento das empresas é necessário que haja planejamento e investimento. A decisão de pôr em prática um plano de desenvolvimento envolve alguns fatores como: perspectiva de crescimento, aceitação de mercado, desenvolvimento de novos produtos e tecnologia, janela de oportunidade e gerência dos negócios.

Todos esses fatores estão condicionados ao investimento que deverá ser feito para que o planejamento possa ser executado. Para isso, as empresas devem buscar, na montagem de sua estrutura de capital, um equilíbrio eficiente entre recursos próprios, financiamento bancário e recursos de terceiros provenientes de ações e títulos de dívidas. Para fazer a melhor alocação de recursos o termo usado pela literatura financeira é chamado de custo de capital.

“O custo total de capital de uma empresa representa as expectativas mínimas de remuneração das diversas fontes de financiamento (próprias e de terceiros) que lastreiam suas operações... O custo de capital é estabelecido pelas condições com que a empresa obtém seus recursos financeiros no mercado de capitais, sendo geralmente determinado por uma média dos custos de oportunidade do capital próprio (acionistas) e capital de terceiros (credores), ponderados pelas respectivas proporções utilizadas de capital, e líquidos do imposto de renda. Toda decisão de investimento que promove um retorno maior que seu custo de capital cria valor (riqueza) aos seus proprietários” (ASSAF NETO, 2004).

O custo de capital próprio é taxa de retorno requerida para investimentos dos fundos dos acionistas da empresa e costuma ter como base o custo de oportunidade de uma aplicação em ativos conservadores, como por exemplo os títulos públicos, pois esses oferecem um retorno seguro e garantido.

Sendo assim, para o acionista aplicar o seu capital na empresa, ele exige um retorno superior a essas aplicações conservadoras, o que na maioria das vezes significa um custo de capital maior que o de outras linhas de financiamento.

A decisão de uma empresa entre tomar empréstimos junto a bancos ou se financiar junto ao mercado envolve determinantes específicos como o valor da dívida a ser contraída, o prazo, o custo final para o tomador, sua capacidade de mobilizar investidores, além de aspectos fiscais.

A opção pelo mercado de títulos não é, no entanto, tomada unicamente a partir de indicadores financeiros. Dependerá também do grau de desenvolvimento do mercado de capitais que pretende acessar, das condições de oferta e de demanda, da regulação, das taxas de juros, das práticas de mercado, etc.

Um estudo divulgado pela United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) em 2013, mostra que a principal fonte de financiamento das empresas em todo o mundo é o reinvestimento dos lucros oriundo da companhia. A decisão do investidor de aportar esse tipo de recurso está relacionada aos resultados operacionais esperados e a eventuais ganhos de capitais.

**Tabela 1 – Fontes de Financiamento de Empresas no Mundo (2005-2012)**

	Número de países	Número de empresas	Lucros Retidos	Bancos	Crédito Comercial	Ações	Outros
			%				
Europa Ocidental <sup>1</sup>	5	3.354	57,7	20,5	3,3	4,9	13,6
Europa Oriental <sup>2</sup>	10	3.196	58,4	25,2	5	6,8	4,6
Africa	44	17.971	81,1	9,4	3,4	1,5	4,5
América Latina	31	14.657	59	21	10,1	4,4	5,6
Asia	24	20.477	67,1	20,3	2,8	2,8	7
Oceania	5	619	53,3	25,8	3,2	9	8,7
<b>Total</b>	<b>119</b>	<b>60.274</b>					

<sup>1</sup> Europa Ocidental inclui Alemanha, Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha

<sup>2</sup> Europa Oriental inclui Bulgária, República Tcheca, Estonia, Hungria, Latvia, Lituania, Polonia, Romenia, Slováquia e Slovénia

Fonte: UNCTAD

É possível perceber que mercados que possuem um sistema bancário mais desenvolvido como a Europa Ocidental e a Oceania possuem vantagens, principalmente em termos de custo e prazo, que fazem com que o empresário tenha mais disponibilidades de curto prazo e opte por esse tipo de financiamento ao invés de usar capital próprio.

Ao passo que a África, por ainda não possuir um sistema bancário desenvolvido e eficiente na maioria dos países, utilizou apenas 9,4% do total do financiamento das empresas por meio de Bancos.

O Crédito Comercial é uma linha de crédito de curto prazo, normalmente de 30 a 120 dias, concedido através da antecipação de um recebimento decorrente de uma transação de bens ou de serviços ou adiamento do pagamento a um fornecedor, muito utilizado em virtude da necessidade de caixa de uma empresa. Esse tipo de crédito pode ser feito através da relação direta entre fornecedores, sem intermediação bancária ou através de uma linha especial de crédito bancário, com baixas taxas de juros.

De acordo com a Tabela 1, o crédito comercial é muito utilizado na América Latina, com a parcela de 10,1% do total de financiamento do período, mais que o dobro da parcela do segundo grupo, na Europa Ocidental, com 5%.

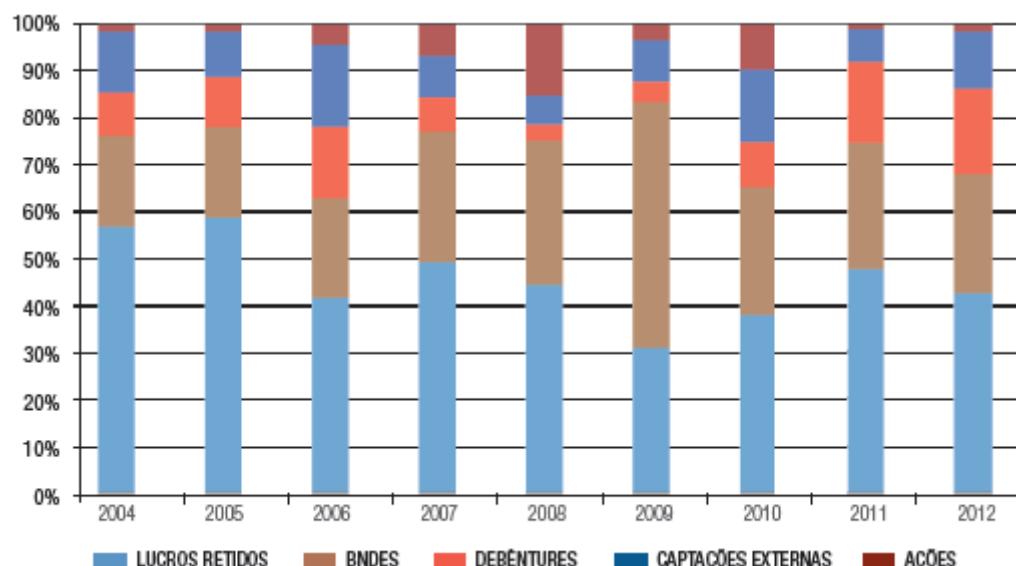
O quarto grande grupo é composto pelo mercado de renda variável, ou seja, pelas ações. Nesse caso, a parcela de financiamento dos grupos envolve o grau de desenvolvimento do mercado acionário, quanto mais forte e desenvolvido é o mercado, maior a parcela na composição do financiamento. A Tabela 1 mostra que essa fonte de financiamento só apresenta valores significativos na Europa e na Oceania.

O quinto e último grupo é composto por outras formas de financiamento, no qual a que mais se destaca são as debêntures. Debêntures são títulos corporativos, que só podem ser emitidos por sociedades anônimas não financeiras de capital aberto, no qual seu principal objetivo é captar recursos de médio e longo prazo.

No caso das debêntures existem algumas características peculiares de transparência e governança corporativas exigidas pelo mercado de capitais que restringe o grupo de empresas capazes de realizar emissões de títulos corporativos, contudo em mercados desenvolvidos nota-se que as debêntures são uma importante fonte de financiamento.

O trabalho de Torres e Macahyba (2014) apresenta dados similares para a composição de financiamento do investimento para os setores de indústria e infraestrutura no Brasil, conforme apresentado através do Gráfico 1.

**Gráfico 1 – Fonte de Financiamento do Investimento para a Indústria e a Infraestrutura no Brasil**



Fonte: Torres e Macahyba (2014)

No Brasil, assim como apresentado no estudo da UNCTAD, a principal fonte dos financiamentos é o lucro retido, a segunda maior fonte são empréstimos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Nos últimos anos é possível notar uma maior participação das debêntures, seguida pelos recursos externos e, por último, pelo mercado acionário.

As debêntures no caso brasileiro, na média, representaram cerca de 10% (Torres e Macahyba, 2014) dos recursos para investimentos entre 2004 e 2012, com crescimento significativo a partir de 2010, o que dá um papel de destaque ao segmento no Brasil nos últimos anos.

Devido ao crescimento da participação das debêntures no financiamento do investimento da indústria e da infraestrutura no Brasil, é preciso entender qual o papel das debêntures e suas principais características.

## I.2 - O que é uma debênture

Debêntures são títulos de crédito de prazo mais longo emitidos por empresas não financeiras, que sejam sociedades anônimas, para serem colocadas diretamente junto a investidores, por meio do mercado de capitais. Esses títulos têm como papel financiar projetos de investimento ou estender o perfil do passivo da empresa, pois possuem como características prazos mais elevados que os empréstimos tradicionais.

Existem características importantes sobre as debêntures que fazem com que esse tipo de financiamento seja mais complexo em relação a outros mecanismos disponíveis no mercado.

Toda 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 escritural, esses títulos devem ser registrados no Sistema Nacional de Debêntures (SND), onde são realizados o controle operacional de transferência e a liquidação financeira das negociações.

A emissão pode ser “registrada” (Instrução CVM 400/03 e revisada através da Instrução CVM 482/10), quando é oferecida ao público em geral através do mercado primário com a intermediação dos bancos de investimentos comerciais e sociedades corretoras. Pode também ser realizada com “esforços restritos” no caso de uma oferta privada (Instrução CVM 476/09) onde apenas um seletivo grupo de até 50 investidores é convidado a participar da emissão e adquirir o valor total da oferta.

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

Em relação às condições de emissão as debêntures podem ser divididas em séries, com prazos de vencimentos diferentes, com o objetivo de acomodar o montante de recursos captados às necessidades de caixa da empresa ou à demanda de mercado.

Em relação ao tipo, as debêntures podem ser conversíveis em ações (onde na escritura deverá constar uma cláusula de conversibilidade com as bases da conversão) ou do tipo simples, não conversíveis, onde há apenas o direito ao credor a receber juros e correção monetária.

A garantia também é outra característica importante das debêntures, pois têm como objetivo assegurar aos debenturistas, de forma direta ou indireta, o cumprimento

da obrigação principal. A garantia pode ser real ou flutuante, ou não existir sendo emitida na forma quirografária ou subordinada.

As debêntures com garantia real são asseguradas por bens (móvels e imóveis) integrantes do ativo da emissora ou de terceiros. O valor total das emissões de debêntures com este tipo de garantia não pode ultrapassar 80% do valor dos bens integrantes da companhia.

As debêntures com garantia flutuante asseguram ao credor privilégios sobre o ativo da emissora, embora não impedindo a negociação dos bens que compõem o ativo da emissora. O valor total das emissões com esse tipo de garantia não pode ultrapassar 70% do valor contábil do ativo da companhia diminuído das dívidas com garantia real.

As debêntures subordinadas têm preferência somente aos acionistas no ativo remanescente, no caso de liquidação.

Já as debêntures quirografárias não oferecem nenhum tipo de garantia ou privilégio sobre o ativo da emissora e têm como limite para emissão, o valor do capital social da empresa.

Em relação ao prazo de vencimento, as datas de emissão e vencimento devem constar na escritura da emissão. É valido lembrar que a debênture é uma forma de financiamento através do empréstimo a médio e longo prazo onde investidores esperam receber juros periodicamente e reembolso do valor nominal do título (principal) ao longo das datas de vencimento.

A forma de amortização e resgate de uma emissão de debêntures pode ser feito através de vários mecanismos. Os mais utilizados segundo o trabalho de Elizabeth Krauster (2007) são:

*Resgate antecipado facultativo (call option):* através deste mecanismo, o emissor das debêntures pode, a qualquer momento, promover o resgate total ou parcial dos títulos em circulação. No caso de resgate parcial, o mesmo deve ser efetuado através de um sorteio.

*Resgate obrigatório ou recompra obrigatória (put option):* este mecanismo permite ao debenturista ter suas debêntures resgatadas ou recompradas pelo emissor em determinadas datas e quantidades previamente descritas na escritura de emissão. Esta condição é bastante comum em debêntures com cláusula de repactuação. A cláusula de repactuação permite a renegociação das condições de remuneração dos títulos em uma data pré-determinada. A repactuação visa adequar as condições de remuneração das debêntures numa data futura, onde os debenturistas, representados pelo agente fiduciário, e a emissora negociam novos termos de remuneração. Caso alguns dos debenturistas não concordem com os termos negociados, o emissor é obrigado a resgatar ou recomprar as debêntures, acrescidas das condições de remuneração anteriores a repactuação. No caso de recompra, as debêntures poderão ser canceladas, permanecer em tesouraria ou serem novamente colocadas em mercado.

*Fundo de amortização:* neste caso, a emissora se obriga a constituir um fundo de disponibilidade de maneira a minimizar o impacto no caixa quando do vencimento das debêntures emitidas.

*Recompra:* é facultado à emissora adquirir debêntures em circulação, por preço não superior ao saldo de seu valor nominal unitário não amortizado, acrescido das condições de remuneração das debêntures.

De acordo com a Decisão Conjunta nº 13 do Banco Central do Brasil e da CVM, de 14/03/2003, as debêntures podem ter por remuneração:

- ✓ Taxa de juros prefixada.
- ✓ Taxa Referencial – TR<sup>1</sup> ou Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, observado o prazo mínimo de um mês para vencimento ou período de repactuação.
- ✓ Taxa de juros flutuante, baseada em operações contratadas a taxas de mercado prefixadas, sendo regularmente calculada e de conhecimento público, com prazo de reajuste não inferior ao estipulado contratualmente.
- ✓ Taxa de juros fixa e cláusula de atualização com base em índice de preços, com prazo mínimo de um ano para vencimento ou período de repactuação.

Todas essas características fazem parte do processo de emissão de uma debênture. Contudo é importante analisar quais os fatores que impulsionaram o desenvolvimento do mercado de debêntures no Brasil e como este mercado está inserido na composição do crédito corporativo no país.

---

<sup>1</sup> Baseada na Taxa Básica Financeira calculada sobre média dos CDB's de 30 dias dos 30 maiores bancos do país

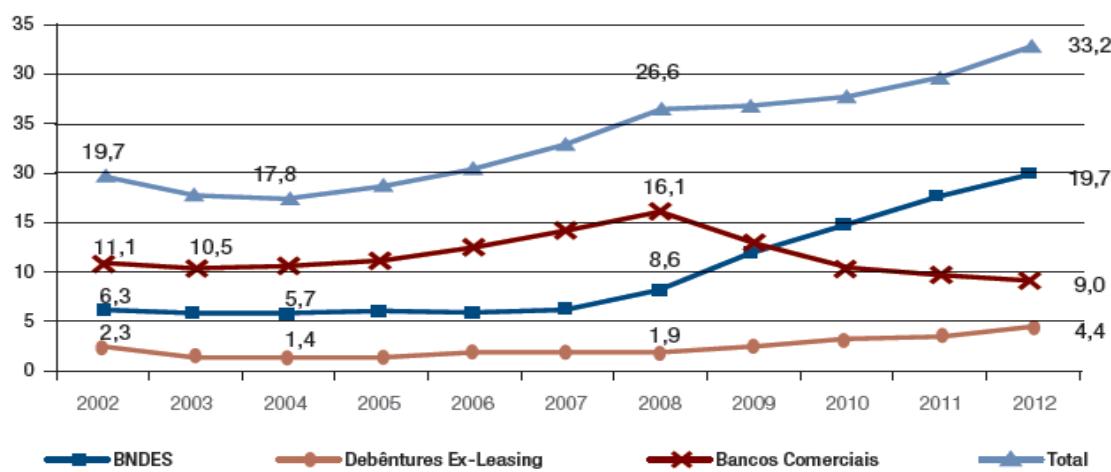
## CAPÍTULO II – O Mercado de Crédito Corporativo no Brasil

### II.1 – A mudança na composição do crédito corporativo no Brasil

O mercado de crédito corporativo no Brasil vem crescendo de maneira significativa a partir da década de 2000, pois após a implementação de uma política de estabilização fiscal e cambial nos anos 90, aliada a consolidação do Plano Real, o país conseguiu superar anos de alta inflação possibilitando a expansão do crédito em geral, principalmente às empresas.

Nesse sentido, nos últimos anos as empresas vêm demandando cada vez mais recursos para a realização de investimentos. Além do reinvestimento do lucro, existem três principais fontes de financiamento corporativo: o BNDES<sup>2</sup>, o crédito livre dos bancos comerciais para pessoas jurídicas e as debêntures corporativas.

**Gráfico 2 – Evolução do Crédito Corporativo (Em % do PIB)**



Fonte: Torres e Macahyba (2014)

Houve uma aceleração do crédito corporativo no Brasil a partir de 2004, aumentando a participação do estoque das operações de menos de 18% do PIB em 2004, para mais de 33% do PIB em 2012.

Tal expansão pode ser dividida em duas fases. Na primeira, que se estendeu de 2004 a 2008, a liderança coube ao setor privado, em particular aos bancos. Os empréstimos desses agentes aumentaram de 10,7% para 16,2% do PIB enquanto que a participação do BNDES só deu um salto em 2008 para 8,6% após anos de participação de cerca de 6% do PIB.

A segunda fase de expansão do mercado, a partir de meados de 2008 apresentou características distintas em relação ao período anterior, com a liderança do BNDES e

<sup>2</sup> Inclui todas as operações financiadas pelo BNDES, quer diretamente quer indiretamente mediante repasses a outras instituições bancárias.

um crescimento das debêntures. Em compensação, o crédito dos bancos comerciais sofreu um recuo para 9,0% em 2012, pouco mais da metade do nível que havia alcançado em 2008.

Uma mudança tão intensa como a que ocorreu na composição do crédito corporativo após 2008 foi resultado de alguns fatores, dentre os quais o principal foi a Crise de 2008 com a falência do Lehman Brothers que provocou um aumento substancial na percepção de risco das empresas, além do corte de investimentos e um menor apetite dos bancos comerciais em realizar operações de longo prazo nos meses seguintes à quebra do banco.

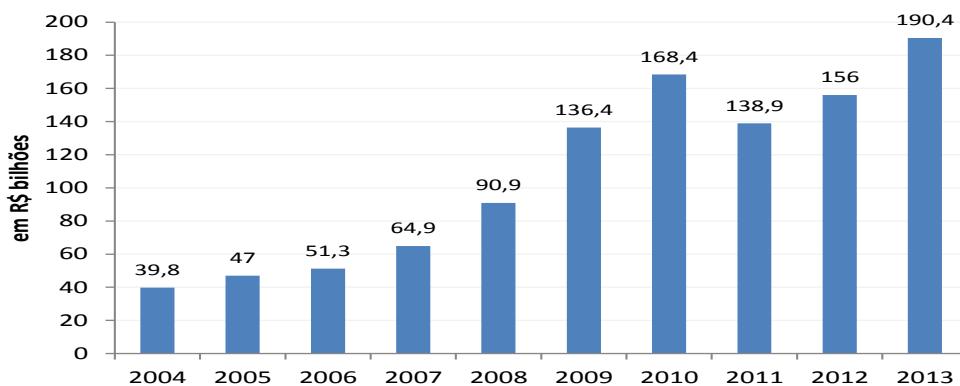
Essa percepção de risco e redução do crédito por parte dos bancos comerciais fez que com o governo brasileiro agisse de maneira a minimizar os efeitos da crise. Com isso, entrou em cena a política do governo de fomentar a economia através do BNDES com linhas de créditos subsidiados. Esse fator causou uma inversão de papéis e o grande financiador de investimentos, principalmente na Indústria e Infraestrutura, passou a ser o banco de desenvolvimento.

## II.2 – O papel do BNDES

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é uma empresa pública federal e a característica básica da instituição é ser o principal instrumento de financiamento de longo prazo para a realização de investimentos em todos os segmentos da economia, principalmente na indústria e na infraestrutura.

O volume de desembolso do BNDES na economia brasileira mais que dobrou desde 2008, saltando de um valor de 91 bilhões de reais para mais de 190 bilhões de reais em 2013. Do total de 2013, os setores que mais receberam recursos foram os de Indústria e Infraestrutura, com 30% e 33% respectivamente, segundo dados disponíveis na apresentação institucional do BNDES de 2014.

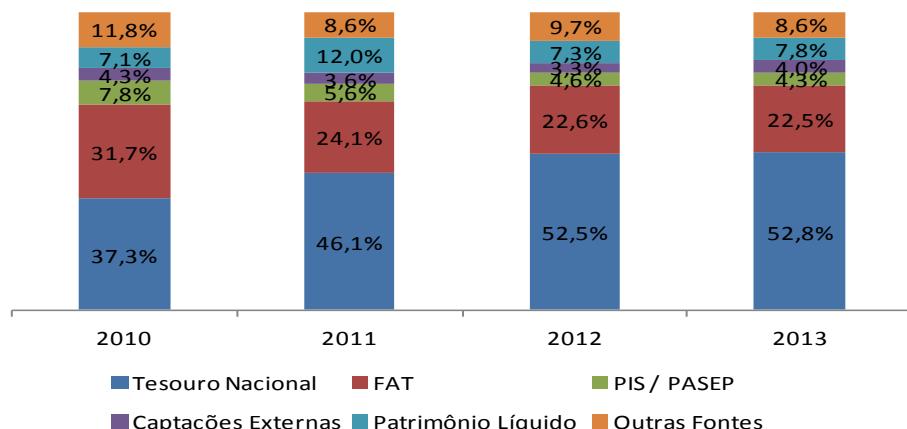
**Gráfico 3 – Desembolsos do BNDES**



Fonte: BNDES

Historicamente, a principal fonte de recurso do BNDES foi o Fundo PIS-PASEP<sup>3</sup>. Entretanto, desde 2010, esse papel passou a ser desempenhado pelo Tesouro nacional, como consequência dos volumosos aportes feitos pela União em Resposta à Crise de 2008.

**Gráfico 4 – Composição dos ativos do BNDES**



Fonte: BNDES

Com a recuperação da economia brasileira em resposta a crise e a retomada dos financiamentos por parte dos bancos comerciais, o atual presidente do BNDES, Luciano Coutinho, afirmou durante o Evento Rio Investor Day<sup>4</sup> em 2011 que “(...) vê com grande otimismo o desenvolvimento do mercado privado de financiamento de longo prazo, o que permitirá que o BNDES possa compartilhar uma parcela crescente dos investimentos de longo prazo”, conforme publicou o portal de notícias Terra em maio de 2011.

Em maio de 2014, após participar da posse da diretoria da Câmara de Comércio Americana do Rio de Janeiro (AmCham Rio) o atual vice-presidente do BNDES, Wagner Bittencourt, afirmou em linha com a declaração do Coutinho em 2011, que os desembolsos do BNDES em 2014 deverão “um pouco menores” do que em 2013 e espera que o banco consiga “atrair investidores” para viabilizar projetos de investimento.

A segunda principal fonte de financiamento corporativo são os bancos comerciais. Nesse universo, uma parte importante refere-se a operações de comércio exterior, que contam com captação em moeda estrangeira junto ao mercado financeiro internacional. O restante é composto por financiamentos de curto prazo em moeda nacional, principalmente empréstimos para capital de giro com base nos depósitos do público.

<sup>3</sup> Fundo PIS-PASEP é um fundo financeiro público, formado com recursos provenientes de uma contribuição compulsória das empresas e do governo, que são destinados especificamente ao pagamento do seguro-desemprego, à qualificação de mão de obra e ao financiamento de investimentos de longo prazo das empresas, por meio do BNDES.

<sup>4</sup> Evento organizado pela Prefeitura do Rio de Janeiro em parceria com a API-MEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais) para promover o investimento privado na cidade do Rio de Janeiro.

## II.3 – O mercado de debêntures

O terceiro segmento, por sua vez, é composto pelas debêntures. Trata-se de um mecanismo que, em princípio, é voltado para o financiamento direto corporativo, ou seja, as empresas emitem títulos que podem ser vendidos diretamente a investidores finais. Outra característica importante é que as emissões de debêntures possuem um prazo mais elevado que os empréstimos bancários.

Ainda de acordo com o Gráfico 2, o crescimento das debêntures foi bastante expressivo, principalmente a partir de 2008 quando houve um salto em relação ao PIB de 1,9% para 4,4% quatro anos depois.

No Gráfico 2 são apresentadas apenas as debêntures corporativas, ou seja, as debêntures que não incluem empresas de *leasing*<sup>5</sup>, controladas por bancos, pois segundo a legislação brasileira as emissões de debêntures devem ser feitas exclusivamente por empresas não financeiras.

Os bancos comerciais, aproveitando uma brecha na lei e obrigados a realizar depósitos compulsórios em função na natureza da sua atividade, criaram empresas de *leasing* como forma mais barata de obter *funding*. Em geral, os recursos captados eram maiores do que a necessidade das companhias de fazer frente aos contratos de *leasing*, assim boa parte do valor acabava voltando para o banco, obtendo ganhos de arbitragem fiscal, uma vez que o Banco Central não exigia o recolhimento do depósito compulsório sobre essas operações.

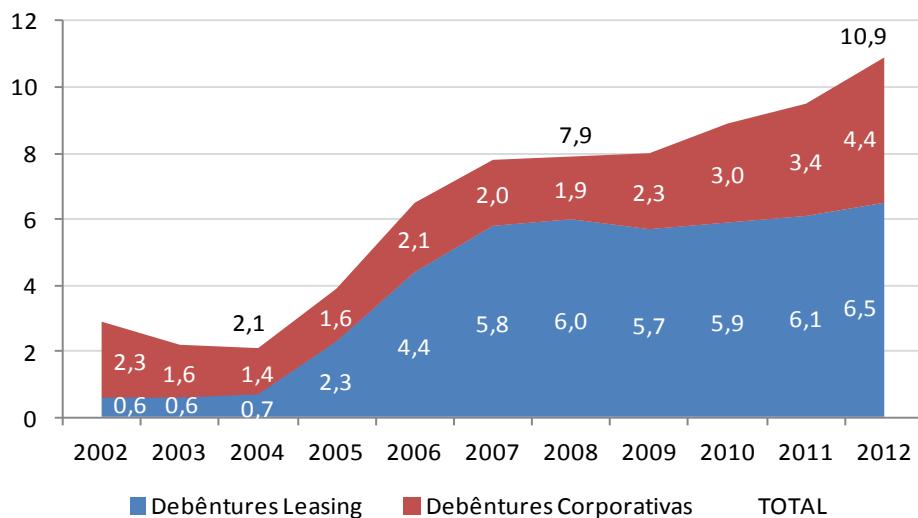
No entanto em 2009, esse tipo de artifício deixou de ser utilizado, pois as emissões de debêntures feitas por bancos também passaram a ser objeto de depósitos compulsórios, eliminando as vantagens até então.

Se forem consideradas também as emissões das empresas de *leasing*, o mercado brasileiro de debêntures teve um crescimento ainda melhor, principalmente a partir de meados da década de 2000. O estoque de debêntures passou de R\$ 44 bilhões no final do ano de 2004 para R\$210 bilhões no final de 2007. O Gráfico 5 apresenta esses números em relação ao PIB, quando houve um salto de 2,1% em 2004 para 7,9% três anos depois.

---

<sup>5</sup> *Leasing* ou arrendamento mercantil é um contrato através do qual a arrendadora ou locadora (a empresa que se dedica à exploração de leasing) adquire um bem escolhido por seu cliente (o arrendatário, ou locatário) para, em seguida, alugá-lo a este último, por um prazo determinado.

**Grafico 5 – Estojo de Debêntures (em % do PIB)**

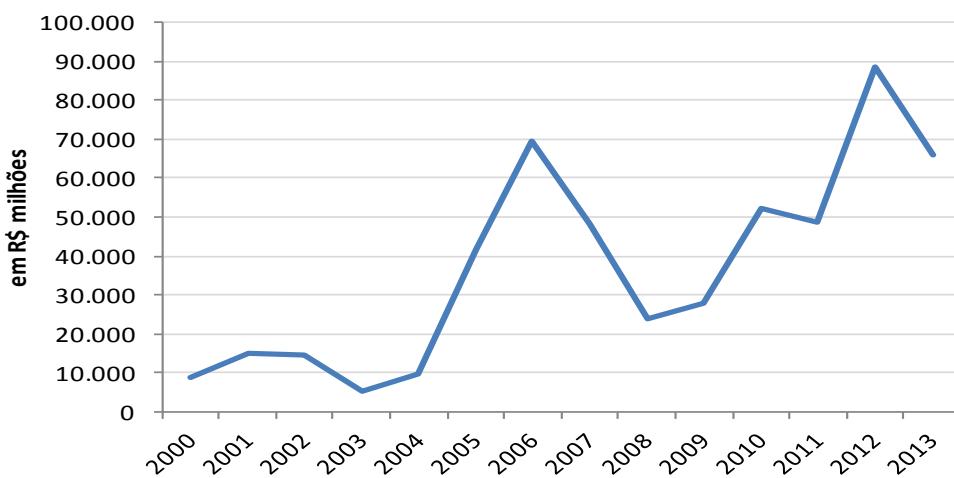


Fonte: ANBIMA

Em dezembro de 2012, o estoque de debêntures atingiu seu ápice até então, chegando ao patamar de 10,9% em relação ao PIB daquele ano.

Analizando o desempenho do mercado de debêntures através das emissões (Gráfico 6) observa-se, no entanto, que há muita volatilidade ao longo do período. A trajetória de crescimento visto entre 2004 e 2007 pode ser justificada através do aumento de liquidez internacional bem como pelas melhorias das condições externas da economia brasileira. Por outro lado, após 2007 é possível relacionar a queda das emissões ao cenário de instabilidade econômica vivenciada pela crise de 2008.

**Grafico 6 – Emissão de Debêntures**



Fonte: SND

Porém no final de 2008, como forma de estimular a economia o Comitê de Política Monetária decidiu realizar pequenos choques na taxa de juros e baixou a meta da SELIC de 13,75% a.a. em março de 2008 para 7,25% a.a. em novembro de 2012. Esse fator pode ter contribuído para o crescimento das emissões a partir de 2008, visto que os juros afetam diretamente o custo de captação das empresas, pois historicamente as debêntures possuem cerca de 90% dos títulos indexados à taxa de depósito interbancário (DI), atrelados a SELIC, de acordo com dados da ANBIMA divulgados em seu Boletim.

Além dos fatores externos que influenciam o mercado de debêntures, existem características intrínsecas ao próprio mercado no Brasil que dificultam o seu desenvolvimento. Entre elas, podemos citar a elevada concentração da base de investidores no mercado primário, escassez de liquidez no mercado secundário e elevada preferência do investidor por títulos públicos indexados a SELIC.

Em relação ao primeiro complicador, grande parte das debêntures emitidas nos últimos anos foi realizada com “Esforços Restritos”, que possuem como característica marcante a aquisição da maioria dos títulos por parte das instituições financeiras que coordenam as ofertas, fazendo com que grande parte dos papéis fique encarteiradas nessas instituições. Ao participar do processo de *bookbuilding*<sup>6</sup>, os investidores analisam o investimento de uma forma com que aquela emissão conte a relação risco/retorno adequada no longo prazo, fazendo com que seja vantajoso carregar o papel até seu vencimento, além é claro de diversificar a carteira de investimentos.

A primeira característica está diretamente relacionada baixa liquidez do mercado secundário. Como a maior parte das emissões é feita por “Esforços Restritos” sendo adquirida pelas instituições financeiras, o mercado secundário acaba se tornando pouco atrativo para os investidores, pois existem outras fontes de financiamento que oferecem retornos semelhantes com uma liquidez maior.

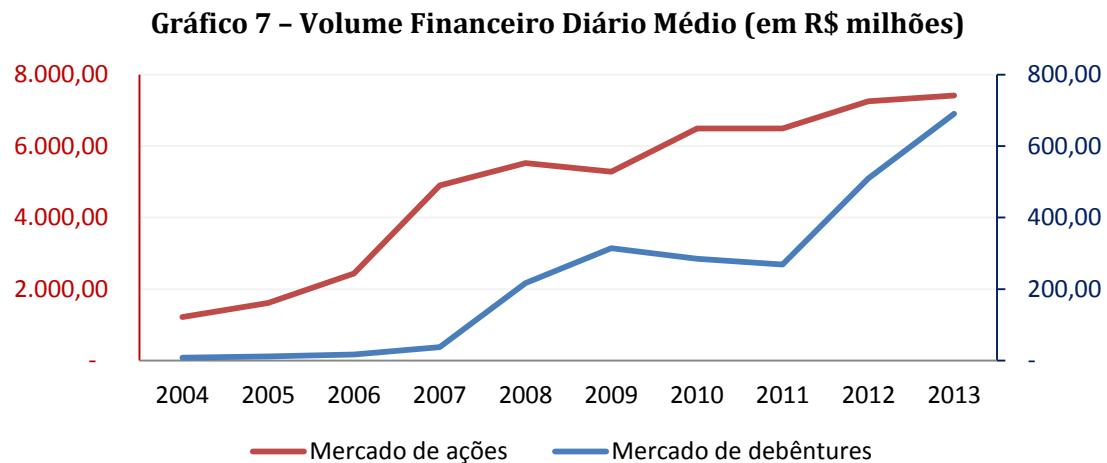
Dentre essas fontes alternativas, o Brasil dispõe de um mercado de títulos público já consolidado e um dos principais papéis oferecidos para financiar atividades do governo federal está a NTN-B que compete diretamente com as debêntures indexadas a taxa DI, pois remunera a taxa acrescida de um spread.

Para o investidor, muitas vezes é mais fácil e seguro investir nesse tipo de título, visto que a liquidez desse papel é garantida pelo Banco Central, através de leilões que ocorrem as quartas-feiras, o que acaba gerando uma segurança para quem busca renda fixa.

---

<sup>6</sup> Processo no qual o coordenador da oferta avalia, junto aos investidores, a demanda pela operação

Em comparação com o mercado de ações no Brasil, nota-se que o volume financeiro diário médio é historicamente mais de 10 vezes menor. Porém, nos últimos 2 anos, é possível perceber que houve um crescimento significativo no mercado de debêntures.



Fonte: Bovespa e SND

Pensando em promover o mercado de debêntures e buscando gerar uma alternativa de financiamento para projetos de longo prazo, o governo anunciou em 2011 medidas de incentivo de títulos e valores mobiliários emitidos por pessoas jurídicas não financeiras, em que o objetivo principal era gerar volume e atratividade tanto para o mercado primário quanto para o secundário, através da incorporação de novos investidores e por meio da ampliação da liquidez no mercado de debêntures. A principal medida nesse contexto foi a promulgação da Lei 12.431/11 que regulamentou as chamadas “Debêntures Incentivadas”.

## CAPÍTULO III - A Lei 12.431/11 e as novas “Debêntures Incentivadas”

### III.1 – A criação da lei de incentivo a projetos de infraestrutura

Diante desse novo quadro de relativa escassez de recursos e maior atuação do governo no financiamento às empresas, representantes do governo e do setor privado se reuniram em 2010 para identificar medidas que pudessem levar ao desenvolvimento do mercado doméstico de títulos corporativos. O objetivo era gerar modificações no marco regulatório e às regras de tributação que pudessem tornar o mercado de capitais um instrumento mais atrativo de financiamento ao investimento privado.

Conforme foi visto no capítulo anterior o mercado de títulos corporativos apresenta diversos problemas estruturais, dentre eles podemos identificar três principais:

- Elevada concentração do mercado primário
- Escassez de liquidez no mercado secundário
- Elevada preferência dos investidores por títulos indexados a SELIC

De forma a solucionar tais problemas e incentivar o financiamento de investimento para setores nos quais o Governo Federal julga estratégicos da economia, foi lançado no final de 2010 o projeto das chamadas “Debêntures Incentivadas” no qual se enquadra na Lei Federal 12.431 lançada em junho de 2011 como parte do conjunto de medidas que visava atrair investidores nacionais e internacionais para o mercado de debêntures para suprir parte da demanda das empresas por recursos para investimentos de longo prazo.

Essencialmente, essa lei foi criada com o intuito de 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.

Com isso, a lei 12.431/11 introduziu importantes incentivos fiscais para investidores que adquirissem títulos ou valores mobiliários exclusivamente relacionados a projetos de investimentos, inclusive voltados à pesquisa, desenvolvimento e inovação. Essas medidas podem ser agrupadas em quatro grupos:

- I. “Títulos de investimento” para estrangeiros no qual há o benefício de alíquota zero de imposto de renda para rendimentos de títulos provados com características específicas de prazo e remuneração, cujos recursos captados sejam aplicados exclusivamente em projetos de investimento e destinados para investidores estrangeiros.
- II. “Debêntures de infraestrutura” no qual houve uma isenção do imposto de renda para investidores não residentes, desde que não estejam localizados em países com Tributação Favorecida; 0% de IR para pessoas físicas localizadas no país; e redução para 15% do IR para pessoas jurídicas localizadas no país, para debêntures que se enquadram nessa lei. Contudo, as Debêntures Incentivadas

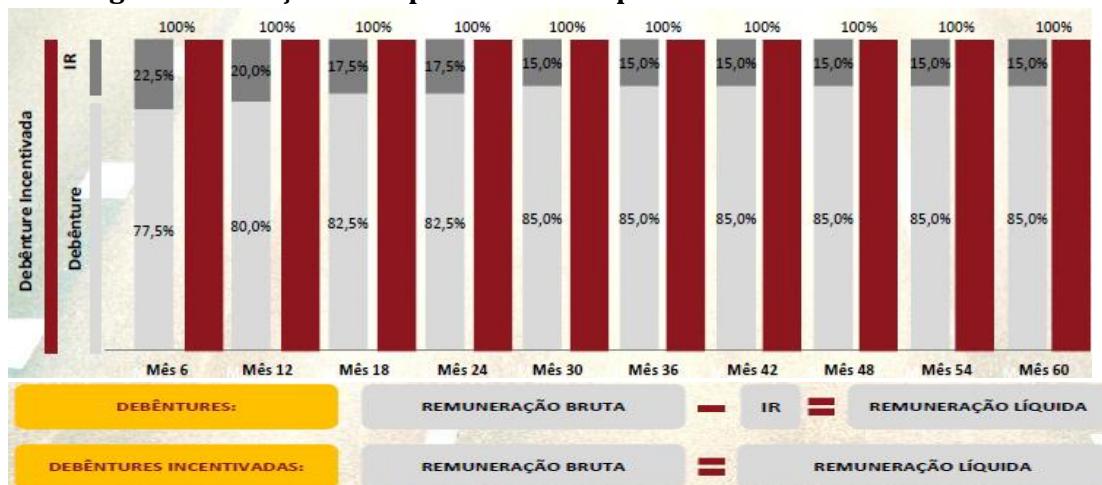
devem ser emitidas por sociedades de propósito específico (“SPEs”) e os recursos captados devem, necessariamente, serem aplicados a projetos de investimento nas áreas de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados prioritários pelo Governo Federal. Nesse caso, é necessário que o projeto de investimento seja analisado e autorizado previamente pelos ministérios setoriais.

- III. Constituição de fundos de investimento compostos por debêntures que possuem o incentivo da lei 12.431; e
- IV. Aprimoramento da legislação de Fundos de Investimento em Participações (FIP), dos Fundos de Investimento em Participações em áreas de infraestrutura (FIP-IE) e criação do Fundo de Investimento em participações em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I). Esses fundos devem aplicar 90% do seu patrimônio em ativos (dívidas/ações) emitidos por sociedades de propósito específicos que sejam atreladas a projetos de infraestrutura ou produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Dentre essas iniciativas, a que possui maior impacto no mercado é a concessão de alíquota zero do imposto de renda tanto para não residentes sobre os rendimentos gerados por títulos privados vinculados a projetos de investimento, quanto para residentes, de maneira mais limitada apenas para as debêntures emitidas por Sociedades de Propósito Específico (SPE).

Buscando promover e disseminar os benefícios trazidos pela lei, a CCR elaborou uma apresentação institucional para investidores no qual expôs uma lâmina ilustrativa de como funciona o benefício fiscal da isenção da alíquota de imposto de renda em comparação as debêntures tradicionais, conforme apresentado através da Figura 1.

**Figura 1 – Isenção de Imposto de renda para Debêntures Incentivadas**



Fonte: CCR

A Figura 1 traz uma comparação para pessoas físicas, da incidência do imposto de renda em relação aos períodos de pagamento de remuneração. É possível perceber que o imposto de renda incide sobre as debêntures tradicionais de forma regressiva ao longo do tempo, chegando ao mínimo de 15% para debêntures com prazo de maturação superiores a 30 meses, enquanto que as “debêntures incentivadas” não sofrem com a incidência desse imposto sobre a remuneração.

Com isso, os investidores estrangeiros ganharam estímulo para investir em títulos no Brasil, pois até então o benefício de isenção de imposto de renda só valia para os títulos do governo e agora foi ampliada também para os títulos privados.

Outra medida importante realizada pelo governo para incentivar as negociações de títulos e dar maior dinamismo ao mercado foi a publicação do Decreto nº 7.487/11, que eliminou o IOF de curto prazo sobre a negociação de ativos com prazo inferior a 30 dias, atendendo assim a uma reivindicação antiga do mercado.

No entanto, apenas cinco meses depois de lançada a lei, em novembro de 2011 foram estabelecidos os setores de infraestrutura, por meio do Decreto nº 7.603, cujos projetos poderiam contar com recursos incentivados, cabendo aos ministérios setoriais a responsabilidade de eleger prioridades e autorizar quais projetos seriam beneficiados pelo incentivo fiscal.

Os setores definidos como estratégicos foram:

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

A entrada em vigor da Lei 12.431 enfrentou alguns problemas. Em primeiro lugar, em relação aos investidores domésticos, os incentivos criados pela legislação, além de sujeitos a algumas limitações, tiveram que esperar a aprovação dos projetos enviados aos setores responsáveis, o que veio a ocorrer somente no início de 2012.

Em relação aos investidores internacionais, apesar de não haver a necessidade de aprovação dos Ministérios para projetos de investimento, muitos destes não sabiam diferenciar quais eram as obrigatoriedades de cada modalidade do incentivo. Além disso, ainda contavam com certa preocupação dos bancos responsáveis pelo serviço de custódia do capital estrangeiro quanto à responsabilidade fiscal dessas operações, pois ainda não estavam claras para o mercado quais operações estavam isentas de imposto e consequentemente não seria alvo de punição por parte da Receita Federal Brasileira.

Outro fator relevante que impedia o desenvolvimento do mercado por parte dos investidores estrangeiros estava na manutenção até o final de 2011 da incidência do IOF de 6% sobre o ingresso de recursos desses estrangeiros, o que diminuía a atração pelo investimento em debêntures incentivadas. Esse obstáculo enfim foi retirado a partir do Decreto nº 7.832/11 que retirou a incidência desse imposto.

### III.2 – Os primeiros lançamentos enquadrados na Lei 12.431/11

Em 2012 enfim foram lançadas as primeiras debêntures no âmbito da Lei 12.431/11. Pela Tabela 1 nota-se que a primeira emissão ocorreu em junho por uma empresa do setor alimentício, sendo destinada ao setor externo e enquadrada no quesito de projeto de investimento.

**Tabela 2 – Emissões de Debêntures Incentivadas em 2012**

Empresa	Data de Emissão	Volume (R\$ MM)		Distribuição	Índice	Taxa de emissão	Tipo de Investidor
		Total	12.431				
Minerva S.A.	20/06/2012	450,0	450,0	ICVM 476	Prefixado	16,95	Estrangeiro
Linhas de Transmissão de Montes Claros S.A.	15/08/2012	25,0	25,0	ICVM 476	IPCA	8,75	Doméstico
Rio Canoas Energia S.A.	15/08/2012	100,0	75,0	ICVM 476	IPCA	7,89	Estrangeiro
ALL - América Latina Logística Malha Norte S.A.	24/08/2012	160,0	160,0	ICVM 476	Prefixado	10,10	Doméstico
OGX Petróleo e Gás S.A.	28/09/2012	2.025,0	2.025,0	ICVM 476	Prefixado	10,50	Estrangeiro
Concessionária do Sistema Anhanguera - Bandeirantes S.A.	15/10/2012	1.100,0	135,0	ICVM 400	IPCA	2,71	Doméstico
Concessionária Auto Raposo Tavares S.A. - CART	15/12/2012	750,0	380,0	ICVM 400	IPCA	5,80	Doméstico
BR Malls Participações S.A.	17/12/2012	364,0	364,0	ICVM 476	Prefixado	13,49	Estrangeiro
Santo Antonio Energia S.A.	27/12/2012	420,0	420,0	ICVM 476	IPCA	6,20	Doméstico
<b>TOTAL EM 2012</b>		<b>5.394,0</b>	<b>4.034,0</b>				

Fonte: ANBIMA

No entanto, as duas grandes emissões que ocorreram no ano, da Minerva e da OGX, não ocorreram de forma a estimular e promover o mercado de “Debêntures Incentivadas”. Conforme noticiou o Valor em junho e em outubro, as duas empresas fizeram um “lançamento oportuno para se aproveitar de uma arbitragem fiscal como forma de internacionalização de dólares sem o pagamento de impostos, referente a emissões de bônus lançados no exterior anteriormente”.

“Se as empresas tivessem optado por internalizar o dinheiro das emissões de bônus na época, teriam que fazer sob a forma de empréstimo intercompanhias e isso geraria um custo de 15% de imposto de renda sobre o pagamento de juros”.

Outro fator relevante dessas operações é que as duas foram feitas sob a Instrução CVM 476, o que os reserva o direito de reter os títulos em sua propriedade, visto que esse tipo de emissão busca encontrar apenas investidores qualificados para participar da oferta.

Segundo as reportagens, ambas as empresas argumentaram na época que “o dinheiro seria aplicado em projetos de investimento em infraestrutura e que estavam cumprindo com o propósito do governo de incentivar a entrada de recursos para investimentos de longo prazo”.

Embora legal, o uso dos incentivos da legislação para trazer recursos para o país dessa maneira acaba não atendendo a intenção do governo de fomentar as emissões de títulos corporativos no país.

### **III.3 – A primeira emissão de “Debêntures Incentivadas”**

A primeira emissão de fato ocorreu em setembro de 2012 e foi feita pelo Grupo Triunfo onde foi fechada uma captação de R\$ 100 milhões para financiar parte do projeto da usina hidrelétrica Garibaldi, no Rio Canoas em Santa Catarina.

Essa emissão possui uma particularidade, pois foi realizada pelo banco Santander, que adquiriu todos os papéis até o fim da etapa de construção da hidrelétrica e após essa fase, considerada mais arriscada, o banco poderia optar por colocar as debêntures no mercado secundário para investidores estrangeiros, para que estes pudessem usufruir do benefício fiscal.

Além da emissão, a triunfo obteve um financiamento de R\$ 367 milhões pelo BNDES, correspondendo a parcela restante que faltava para a construção da hidrelétrica, orçada em R\$ 467 milhões.

### **III.4 – A primeira emissão pública de “Debêntures Incentivadas”**

A emissão da CCR Autoban foi a primeira que testou efetivamente o mercado em relação a sua distribuição, pois foi feita através da Instrução CVM 400 e obteve sinais positivos em termos de aceitação, levantando um montante de R\$ 135 milhões, sendo a maior parte adquirida por investidores de varejo.

Foi realizada para este trabalho uma entrevista com o Departamento de Relações com Investidores da CCR a respeito dessa emissão e a empresa enfatizou que o processo foi bastante satisfatório, destacando que a demanda superou em mais de duas vezes o valor da série e a emissão foi distribuída para mais de 1.500 CPFs.

Além disso, a empresa resolveu ser a primeira a realizar uma emissão pública, pois segundo ela “o intuito era testar a Lei 12.431/11 na essência, e para isso foi escolhido o melhor ativo da CCR, a Concessionária do Sistema Anhanguera – Bandeirantes, capturando assim os efeitos do benefício fiscal para a redução do custo de captação”.

Dentre as maiores dificuldades enfrentadas para emissão pública a empresa destacou o processo mais trabalhoso em relação a uma emissão com esforços restritos, além de custos de estruturação e comissionamentos mais elevados referentes aos incentivos das equipes de vendas dos bancos junto ao público.

Por último a CCR se mostrou bastante otimista com esse mercado e pretende continuar realizando operações desse tipo, visto que a empresa possui investimentos obrigatórios devidos aos contratos de concessão e sendo uma SPE de infraestrutura, já se enquadra no pré-requisito básico para esse tipo de captação.

### III.5 – A melhora do cenário para emissões incentivadas

De acordo com dados divulgados pela ANBIMA, o cenário em 2013 foi melhor. O total de emissões no ano somadas captações domésticas e estrangeiras foi de R\$ 6,415 bilhões, com destaque para o mês de outubro que levantou R\$ 1,5 bilhões, conforme tabela 2.

**Tabela 3 – Emissões de Debêntures Incentivadas em 2013**

Empresa	Data de Emissão	Volume (R\$ MM)		Distribuição	Índice	Taxa de emissão	Data de vencimento	Tipo de Investidor
		Total	12.431					
Interligação Elétrica do Madeira S.A.	18/03/2013	350,0	350,0	ICVM 476	IPCA	5,50	18/03/2025	Estrangeiro
Marfrig Alimentos S.A.	22/03/2013	570,0	570,0	ICVM 476	Prefixado	15,85	22/01/2019	Doméstico
Concessionária Ecovias dos Imigrantes S.A.	15/04/2013	881,0	200,0	ICVM 400	IPCA	3,80	15/04/2020	Doméstico
			681,0		IPCA	4,28	15/04/2024	
Concessionária Rodovias do Tietê S.A.	15/06/2013	1.065,0	1.065,0	ICVM 400	IPCA	8,00	15/06/2028	Doméstico
Jauru Transmissora de Energia S.A.	15/06/2013	39,0	39,0	ICVM 476	IPCA	8,00	15/12/2030	Doméstico
OAS S.A.	11/07/2013	694,7	347,4	ICVM 476	Prefixado	9,47	21/07/2024	Estrangeiro
			347,4		Prefixado	9,47	21/10/2024	
Conc. Centro Adm. Distrito Federal S.A. - CENTRAD	11/07/2013	100,0	50,0	ICVM 476	IPCA	7,97	15/03/2018	Estrangeiro
			50,0		IPCA	7,97	15/03/2018	
Norte Brasil Transmissora de Energia S.A.	15/09/2013	200,0	200,0	ICVM 476	IPCA	7,15	15/09/2026	Doméstico
Companhia de Gás de São Paulo - COMGÁS.	15/09/2013	540,0	269,3	ICVM 400	IPCA	5,10	15/09/2018	Doméstico
			142,5		IPCA	5,57	15/09/2020	
Holcim (BRASIL) S.A.	01/10/2013	450,0	450,0	ICVM 476	Prefixado	14,00	01/10/2023	Estrangeiro
Raizen Energia S.A.	15/10/2013	750,0	304,0	ICVM 400	IPCA	6,38	15/10/2020	Estrangeiro
Concessionária Rota das Bandeiras S.A.	15/10/2013	300,0	300,0	ICVM 476	IPCA	6,70	15/10/2025	Doméstico
Concessionária do Sistema Anhanguera - Bandeirantes S.A.	15/10/2013	450,0	450,0	ICVM 400	IPCA	4,88	15/10/2018	Doméstico
Termelétrica Pernambuco III S.A.	15/11/2013	300,0	75,0	ICVM 400	IPCA	9,11	15/11/2025	Doméstico
			75,0		IPCA	9,11	15/02/2025	
			75,0		IPCA	9,11	15/05/2025	
			75,0		IPCA	9,11	15/08/2025	
<b>TOTAL EM 2013</b>		<b>6.689,7</b>	<b>6.115,5</b>					

Fonte: ANBIMA

Esse aumento pode estar relacionado principalmente à queda da taxa de juros no Brasil em 2013 reduziu o custo de captação das empresas e ao melhor entendimento por parte dos investidores de como funcionavam os incentivos da Lei 12.431/11, passando assim a ter interesse nesse tipo de título.

Em entrevista realizada pelo site Executivos Financeiros Online em outubro de 2013 com o Diretor da ANBIMA e Managing Director da Pangea Associados Consultoria Financeira, Marcio Guedes, mostrou que há uma “expectativa em relação ao crescimento de projetos nas áreas de infraestrutura, Telecom, transporte, logística, varejo e construção civil por recursos do mercado de capitais”.

Guedes explica na reportagem que o BNDES tem papel fundamental nesse processo, pois para ele “o ideal é que as empresas peçam um empréstimo durante a construção de seus projetos e ao final da obra emitam títulos para gerar fluxo de caixa, o que poderia se tornar uma saída para o desenvolvimento de novos projetos”.

Nesse contexto, o papel das debêntures incentivadas é muito importante, pois poderia solucionar parte dessa demanda por investimentos, aliviando o peso do BNDES no financiamento de projetos de infraestrutura.

### III.6 – A emissão de R\$ 1 bilhão feita pela Vale

Em 2014 houve a mais importante emissão de debêntures incentivadas até o momento: a Vale fechou uma captação de R\$ 1 bilhão em debêntures de infraestrutura com isenção de imposto de renda para pessoas físicas e investidores internacionais.

**Tabela 4 – Emissões de Debêntures Incentivadas em 2014**

Empresa	Data de Emissão	Volume (R\$ MM)		Distribuição	Índice	Taxa de emissão	Data de vencimento	Tipo de Investidor
		Total	12.431					
Vale S.A.	15/01/2014	1.000,0	600,0	ICVM 400	IPCA	6,46	15/01/2021	Doméstico e Estrangeiro
			150,0		IPCA	6,57	15/01/2024	
			100,0		IPCA	6,71	15/01/2026	
			150,0		IPCA	6,78	15/01/2029	
Aeroportos Brasil Viracopos S.A.	15/01/2014	300,0	75,0	ICVM 476	IPCA	8,79	15/09/2025	Estrangeiro
			75,0		IPCA	8,79	15/12/2025	
			75,0		IPCA	8,79	15/03/2026	
			75,0		IPCA	8,79	15/06/2025	
Concessionária do Aeroporto Internacional de Guarulhos S.A.	15/02/2014	300,0	75,0	ICVM 476	IPCA	7,86	15/03/2025	Estrangeiro
			75,0		IPCA	7,86	15/06/2025	
			75,0		IPCA	7,86	15/09/2025	
			75,0		IPCA	7,86	15/12/2025	
Santo Antonio Energia S.A.	15/04/2014	200,0	200,0	ICVM 400	IPCA	7,05	15/04/2022	Doméstico
			500,0		IPCA	7,49	15/04/2024	
<b>TOTAL EM 2014</b>		<b>2.300,0</b>	<b>2.300,0</b>					

Fonte: ANBIMA

De acordo com o Valor Econômico, “a oferta teria contado com uma boa demanda, pois teria chegado a R\$ 3,5 bilhões e a operação ficou acima do planejado inicialmente pela companhia, que pretendia captar R\$ 750 milhões. Os recursos captados seriam utilizados para financiar um projeto de construção de um ramal ferroviário no sudeste do Estado do Pará”.

Ainda segundo o Valor “a oferta da Vale foi dividida em quatro séries, com prazos de 7 a 15 anos. Os papéis originalmente ofereciam um prêmio de 0,40% a 0,75% sobre o título público corrigido pela inflação (NTN-B), mas a mineradora conseguir reduzir a taxa de juros que pagará aos investidores em razão da grande demanda”.

A principal vantagem do papel da Vale é proporcionar ao investidor sujeito a pagamento de IR, ganhos maiores que a remuneração de títulos públicos com características equivalentes.

De acordo com as características da emissão, o rendimento das debêntures de primeira série da Vale com vencimento em 2018 foi emitido com uma taxa de juros de 6,46% ao ano mais a variação do IPCA. O título público que possui características mais próximas a da Vale nesse caso é a NTN-B que remunera o IPCA mais uma taxa de juros e possui prazo de vencimento em 2020.

Apenas para efeito de exercício, a NTN-B no dia 15/01/2014 estava rendendo 6,64% ao ano. Se fosse aplicado em ambos os papéis o valor de R\$ 1.000 no dia 15/01, e a inflação em 12 meses for de 5%, em um ano a NTN-B geraria um valor nominal atualizado de R\$ 1.116,4, enquanto que o papel da Vale 18 geraria um valor de R\$ 1.114,6.

Se fosse considerada apenas a remuneração líquida para investidores domésticos, em 12 meses, o título da Vale 18 manteria o seu valor nominal de R\$ 1.114, enquanto que o título público teria um desconto de 15% de Imposto de Renda sobre a remuneração, gerando uma remuneração líquida de R\$ 1.098,94.

Levando em consideração a isenção do IR, o investimento em títulos da Vale, nesse caso, acaba se tornando vantajoso para o investidor, visto que a Vale possui um *rating* elevado e seu custo de captação é baixo.

Na busca por um *yield* mais elevado, as debêntures incentivadas possuem um bom potencial para fazer parte da carteira de investidores, uma vez que o mercado vem buscando cada vez mais uma maior diversificação de ativos com melhores rentabilidades. Esse processo de reestruturação de carteiras, mesmo que se tenha de assumir um risco mais elevado, representa uma boa oportunidade para as debêntures incentivadas entrarem de vez no mercado.

Segundo dados da ANBIMA, atualmente há mais de 100 projetos em análise para aprovação de debêntures incentivadas e o mercado ainda está em processo de consolidação. De todos esses projetos, alguns já possuem autorização para serem postos em mercado, porém as empresas ainda esperam uma boa janela de oportunidade para concluir essas emissões.

## CONCLUSÃO

Este trabalho analisou a evolução do mercado de crédito corporativo no Brasil a partir da década de 2000, tendo como foco a evolução do mercado de debêntures. Ao longo desse período, houve uma recomposição do crédito corporativo no país, passando para o BNDES o papel de maior financiador de investimentos no país após a crise de 2008.

O mercado de debêntures, por sua vez, teve um aumento significativo do volume do mercado, tanto no volume de emissões quanto em proporção em relação ao PIB. Essa trajetória de crescimento pode ser justificada pela estabilização da economia brasileira atrelada ao aumento da liquidez internacional. Além disso, outro fator importante no crescimento do mercado de debêntures foi a redução dos níveis de taxas de juros praticados no Brasil, que fez com que as empresas lançassem títulos privados a níveis mais competitivos, devido a importância da taxa de juros na composição do custo de captação das empresas.

Sendo assim, de forma a incentivar o desenvolvimento do mercado de debêntures e retirar um pouco do peso do BNDES no financiamento de investimentos no país, o Governo publicou a lei federal 12.431/11 que introduziu incentivos fiscais para debêntures vinculadas a projetos de investimento e infraestrutura. Dessa forma, o Governo procurou gerar volume e atratividade tanto para o mercado primário quanto para o secundário, aumentando a base de investidores e ampliando a liquidez no mercado de debêntures.

Nos dois primeiros anos em vigor da lei 12.431/11 foi possível perceber uma evolução considerável no volume de emissões devido a dois vetores de crescimento. Em um primeiro momento, o que impulsionou o crescimento do mercado de debêntures foram as emissões com “esforços restritos” que em sua maioria foram garantidos e adquiridos por bancos.

O segundo vetor, esse mais presente a partir de 2013, está relacionado ao aumento das emissões públicas de debêntures, principalmente devido ao melhor entendimento por parte dos investidores dos benefícios gerados pela introdução da lei, como a isenção do imposto de renda para pessoas físicas.

Apesar de ser o público alvo das medidas do governo para estimular o mercado de debêntures, as emissões voltadas para o público amplo ficou aquém de seu potencial. Entraves como a falta de liquidez e a concentração da base de investidores no mercado primário ainda limitam o desenvolvimento do mercado de debêntures.

Analizando os resultados obtidos é possível dizer que a lei 12.431/11 trouxe mudanças significativas em prol do crescimento do mercado de debêntures. Entretanto, os números mostram que essa evolução ainda não resultou nos resultados esperados e

que o mercado de debêntures ainda precisa enfrentar algumas questões estruturais para se consolidar.

Em relação a perspectiva para o futuro, o mercado de debêntures vive uma fase de transição. Nos termos de arcabouço institucional, grandes questões reivindicadas pelo mercado foram atendidas, o que se espera agora é que as empresas passem a utilizar cada vez mais esse mercado como forma de obter financiamento para seus projetos de investimento, principalmente através de emissões públicas, pois estas são as que vão aumentar a base de investidores e gerar liquidez para o mercado.

Nos próximos anos, provavelmente haverá uma redução da participação direta do BNDES no financiamento de projetos de indústria e infraestrutura, o que se espera que até esse momento o mercado de debêntures possa suprir parte da demanda por esses recursos.

Do ponto de vista dos investidores, os incentivos gerados pela lei 12.431/11 podem muito bem ser absorvidos pelo mercado, principalmente se os investidores perceberem que esse tipo de aplicação representa uma forma segura de obter rendimentos de renda fixa, o que poderia deslocar parte da demanda por títulos públicos para o segmento privado, sustentando dessa maneira o crescimento e a consolidação do mercado de debêntures.

## BIBLIOGRAFIA

- ANBIMA. *Banco de Dados*. 2012. Disponível em:  
<<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estudos/financiamento-de-longo-prazo/Pages/default.aspx>> Acesso em: 20 de maio de 2014.
- ANBIMA. *Informações Técnicas - Boletim ANBIMA- Mercado de Capitais – Ano VIII - nº 92*. Rio de Janeiro, dezembro / 2013. Disponível em:<<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Pages/default.aspx>>. Acesso em 10 de maio de 2014.
- ANBIMA. *Sistema Nacional de Debêntures – 10 anos*, Jul 1998. Disponível em:<[http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/SND\\_10anos.pdf](http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/SND_10anos.pdf)>
- ASSAF NETO, Alexandre. *Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil: uma aplicação prática*. Tese – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, São Paulo, Brasil, 2003.
- Banco Central do Brasil. *Banco de Dados*. Disponível em  
<<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em 15 de maio de 2014.
- Banco Central do Brasil. *Relatório de Economia Bancária e Crédito, 2012*. Rio de Janeiro, 2012. Disponível em:  
<[http://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/rebc\\_2012.pdf](http://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/rebc_2012.pdf)>. Acessado em 10 de maio de 2014.
- D'AGOSTO, Marcelo. Parâmetros para negociar debêntures da Vale no mercado secundário. *Valor*. São Paulo, 12 mar. 2014. Disponível em:  
<<http://www.valor.com.br/valor-investe/o-consultor-financeiro/3478190/parametros-para-negociar-debentures-da-vale-no-mercado->>
- DECLOEDT, Cynthia. Indústria enfrenta desafio para vender debêntures de infraestrutura. *Estadão*. São Paulo, 13 jun. 2013. Disponível em:  
<<http://www.debentures.com.br/informacoesaomercado/noticias.asp?mostra=10903&página=1>>
- EXECUTIVOS FINANCEIROS ONLINE. Debêntures incentivadas batem R\$ 1,4 bilhão em um mês. 8 nov. 2013. Disponível em:  
<<http://www.debentures.com.br/informacoesaomercado/noticias.asp?mostra=11662&página=7>>
- GIAMBIAGI, Fabio. *Economia Brasileira Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus – Elsevier, 2011, 2<sup>a</sup> edição

KRAUSTER, Elizabeth. *O Ambiente Econômico e as Emissões de Debêntures no Brasil*. Artigo. Universidade de São Paulo (USP). São Paulo, 2007. Disponível em: [http://www.aedb.br/seget/artigos07/600\\_artigo%20debentures.pdf](http://www.aedb.br/seget/artigos07/600_artigo%20debentures.pdf)

OLIVEIRA, Diego. *A evolução do mercado de debêntures brasileiro entre 2004-2012*. Tese (Bacharelado em Economia) - Instituto de Economia, Faculdade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

PINHEIRO, Vinicius. OGX usa brecha em debêntures sem IR. *Valor*. São Paulo, 4 out. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/2854532/ogx-usa-brecha-em-debenture-sem-ir>>

PINHEIRO, Vinicius. Triunfo capta com debênture isenta de IR. *Valor*. São Paulo, 31 ago. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/2811714/triunfo-captacom-debenture-isenta-de-ir>>

TORRES, Fernando. Debênture com isenção de IR chega ao pequeno investidor. *Valor*. São Paulo, 1 out. 2012. Disponível em:

<http://www.valor.com.br/financas/2849722/debenture-com-isencao-de-ir-chega-ao-pequeno-investidor>

TORRES 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.

TORRES FILHO, Ernani, MACAHYBA, Luiz. *Os mercados brasileiro e britânico de títulos corporativos*. Rio de Janeiro: CNI, 2014.

SANVINCENTE, Antonio. *A evolução recente do mercado primário de debêntures*. Revista CVM, São Paulo, outubro /2010. Artigos, p. 63-70.

SANTOS, Durval. *Debêntures: Um Instrumento Moderno de Aplicação e Captação de Recursos*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 13, N. 26, P. 35-54, dezembro / 2006.

SILVA, Vinicius. *Captação por debêntures no mercado de capitais brasileiro*. Tese (Bacharelado em Economia) – PUC-Rio, Rio de Janeiro, 2000.

Sistema Nacional de Debêntures. *Banco de Dados*. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/exploreosnd/exploreosnd.asp>> Acessado em 20 de maio de 2014.

UNCTAD. *Trade and Development Report, 2013*. Nova Iorque, 2013. Disponível em: <http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=636>. Acessado em 01 de agosto de 2014.