

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Catarina Castro Fernandes

**Uma Análise do Mercado de Debêntures no Brasil: Aspectos Estruturais e
Perspectivas após a Lei nº 12.431/11**

Rio de Janeiro

2020

Catarina Castro Fernandes

**Uma Análise do Mercado de Debêntures no Brasil: Aspectos Estruturais e
Perspectivas após a Lei nº 12.431/11**

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador:

Prof. Dr. Luiz Fernando de Paula

Co-orientador:

Prof. Dr. Norberto Montani Martins

Rio de Janeiro

2020

Catarina Castro Fernandes

**Uma Análise do Mercado de Debêntures no Brasil: Aspectos Estruturais e
Perspectivas após a Lei nº 12.431/11**

Esta dissertação foi julgada adequada para a obtenção do título de Mestre em Economia e aprovada em sua forma final pelo Orientador e pela Banca Examinadora.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Luiz Fernando de Paula – Orientador
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Prof. Dr. Norberto Montani Martins – Co-orientador
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Prof. Dr. Eduardo Bastian
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Prof. Dr. Paula Marino Sarno
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro

2020

AGRADECIMENTO

A apresentação desta dissertação não ocorreria sem o apoio, sob diversas formas, de um grande conjunto de pessoas queridas. O mestrado foi uma longa e desafiadora jornada que exigiu foco, disciplina e perseverança. Gostaria de agradecer, em especial, meu orientador, professor Luiz Fernando de Paula, pelo apoio e incentivo recebido ao longo do curso, pela oportunidade engrandecedora de ser sua tutora e por suas contribuições enriquecedoras a este trabalho.

Gostaria também de agradecer ao meu co-orientador, Norberto Montani Martins, por todo apoio e atenção recebido durante os meses de elaboração dessa dissertação. Sem suas valiosas contribuições e diversas reuniões o processo teria sido ainda mais desafiador.

Além disso, agradeço à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), pela oportunidade e concessão da bolsa de mestrado.

Agradeço também aos professores do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRJ (PPGE), que muito contribuíram para a minha formação acadêmica não só nesses dois anos e meio de mestrado, mas muitos também estiveram presentes nos meus quatro anos e meio de graduação também na UFRJ. Suas aulas fizeram com que eu tenha me encantado, cada dia mais, com essa complexa ciência que é a economia.

Um especial agradecimento também aos meus pais, Vera Lucia Castro Fernandes e Paulo Cesar da Silva Fernandes, que sempre estiveram ao meu lado e me deram total apoio e suporte para que prosseguisse nos meus sonhos e nos meus estudos. E também ao meu noivo, Fernando Amaral Affonso, que esteve ao meu lado durante todo o curso de mestrado, dando apoio incondicional em todos os momentos de dificuldade e que foi meu incentivador na elaboração dessa dissertação.

Gostaria de agradecer também aos professores participantes da Comissão Examinadora. E, finalmente, a todos os amigos do curso de Pós-Graduação, com quem sempre compartilhei as alegrias e os momentos difíceis que passamos ao longo de todo o curso.

RESUMO

Este trabalho se propõe a analisar a evolução do mercado de debêntures brasileiro antes e após a implantação da Lei Nº 12.431/11. Historicamente o país possui um grande déficit no setor de infraestrutura, sendo a 9ª maior economia do mundo, mas estando na 78ª posição no ranking de qualidade de infraestrutura do Fórum Econômico Mundial (2019). Assim sendo, os investimentos nessa área são de grande relevância para o processo de desenvolvimento do Brasil. Um dos maiores empecilhos a esses investimentos é a questão do financiamento. Com o encarecimento dos empréstimos concedidos pelo BNDES, que durante muitos anos foi o principal financiador do setor de infraestrutura do país, em 2010 representantes do governo e setor privado reuniram-se para propor medidas de estímulo ao financiamento privados do investimento no Brasil. Dessa forma, em 2011, com a intenção de estimular esse setor o governo aprovou a Lei 12.431, que implementou as chamadas debêntures incentivadas de infraestrutura, através delas, projetos específicos desse setor passaram a ter benefícios fiscais, tornando-se mais atrativas aos olhos dos investidores. Essa dissertação busca analisar esses títulos e seu potencial para o financiamento do setor de infraestrutura por vários ângulos, como volume emitido, números de operações, prazo médio, remuneração, setores emissores, compradores dos papéis, giro de mercado e potencial de emissões.

Palavras-chave: Lei 12.431, Debêntures Incentivadas, Infraestrutura, BNDES.

ABSTRACT

This study analyzes the evolution of the Brazilian debentures market before and after the implementation of Law No. 12431/11. Historically, the country has a large deficit in the infrastructure sector, being the 9th largest economy in the world, but ranking 78th in the infrastructure quality ranking of the World Economic Forum (2019). Therefore, investments in this area are of great relevance to the development process in Brazil. One of the biggest obstacles to these investments is the issue of financing. With the increase in loans granted by the BNDES, which for many years was the main financier of the country's infrastructure sector, in 2010 representatives of the government and the private sector met to propose measures to encourage private investment financing in Brazil. Thus, in 2011, with the intention of stimulating this sector, the government approved the Law 12.431, which implemented the “infrastructure debentures”, through which specific projects in this sector started to have tax benefits, becoming more attractive in the eyes of investors. This dissertation seeks to analyze these securities and their potential for infrastructure financing from several angles, such as volume issued, number of operations, average maturity, remuneration, issuing sectors, buyers of papers, market turnover and emission potential.

Keywords: Law 12431, “Incentive Debentures”, Infrastructure, BNDES

SUMÁRIO

<i>Introdução</i>	11
<i>Capítulo 1: O Problema do Financiamento dos Investimentos em Infraestrutura</i>	14
1.1 Introdução	14
1.2 O financiamento do investimento e o papel do sistema financeiro.....	14
1.2.1. A decisão de investir na teoria pós-keynesiana	15
1.2.2. O papel do sistema financeiro no financiamento do investimento	21
1.3. A decisão de investir na teoria pós-keynesiana	28
1.4. Considerações Finais	34
<i>Capítulo 2: A Lei 12.431/11 e as Debêntures Incentivadas no Brasil</i>	36
2.1. Introdução	36
2.2. Antecedentes: O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro	36
2.2.1. A evolução dos investimentos e do mercado de capitais entre 2004 e 2008.....	36
2.2.2. O financiamento dos investimentos no Brasil de 2004-2010	39
2.3. A Lei 12.431: Objetivos, desenho institucional e mecanismos de implementação	44
2.4. Atualizações da Lei nº 12.431/2011.....	49
2.5. Considerações Finais	50
<i>Capítulo 3: Uma análise das debêntures incentivadas de infraestrutura no Brasil (2011-2019)</i>	52
3.1. Introdução	52
3.2. Contexto Macroeconômico.....	52
3.3. A evolução recente do mercado de debêntures	57
3.4 O Desempenho das Debêntures de Infraestrutura (Mercado Primário).....	70
3.5 Mercado Secundário.....	80
3.6 Considerações Finais	84
<i>Conclusão</i>	86
<i>Referências</i>	90

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Formação Bruta de Capital Fixo – Taxa de variação anual (%)	38
Gráfico 2: Evolução do custo de um empréstimo Indexado à TJLP, SELIC e NTN-B de 5 anos (2002-2016) – em % ano	42
Gráfico 3: Volume de Desembolsos do BNDES (Total e em Infraestrutura) – R\$ Milhões constantes de 2019 (2000 – 2019)	56
Gráfico 4: Padrão de Financiamento dos Investimentos (FBCF) de Empresas e Famílias (2005 a 2018 1T) – em % do Total	58
Gráfico 5: Participação de Fontes do Mercado de Capitais no Financiamento dos Investimentos de Empresas e Famílias (2012 1T a 2018 1T) – em % do Investimento Total	59
Gráfico 6: Volume Total de Emissões de Debêntures (acumulado em 12 meses): Meta Selic e Valor Corrente e Valor Constante, respectivamente (R\$ Milhões) e Meta Selic – 2010-2019	61
Gráfico 7: Prazo médio das Emissões de Debêntures entre 2011-2019 (em anos)	63
Gráfico 8: Volume negociado no mercado secundário de debêntures entre março de 2013 e dezembro de 2019 (em R\$ Milhões)	66
Gráfico 9: Volume Total de Emissão de Debêntures (R\$ Milhões)	67
Gráfico 10: Número de Emissões de Debêntures Incentivadas (2012-2019)	71
Gráfico 11: Número de Emissores de Debêntures Incentivadas (2012-2019)	71
Gráfico 12: Volume de Emissões de Debêntures Incentivadas, em R\$ Milhões (2012-2019)	72
Gráfico 13: Volume de Emissões de Debêntures de Infraestrutura 2012 – 2019 (em R\$ milhões correntes e constantes, respectivamente)	73
Gráfico 14: Razão Debêntures de Infraestrutura/ Debêntures Totais (em %)	73
Gráfico 15: Prazo médio das Emissões de Debêntures de Infraestrutura entre 2012-2019 (em anos)	74
Gráfico 16: Remuneração Média das Debêntures de Infraestrutura (IPCA+)	75
Gráfico 17: Volume das Emissões de Debêntures de Infraestrutura por setor entre 2012 – 2019 (em R\$ Milhões)	77
Gráfico 18: Volume Total de Emissão de Debêntures Incentivadas (R\$ Milhões)	78
Gráfico 19: Quantidade de operações negociadas no mercado secundário de debêntures (Dez/2013 - Dez/2019)	81
Gráfico 20: Volume negociado no mercado secundário de debêntures (Dez/2013 - Dez/2019)	82
Gráfico 21: Giro no Mercado Secundário de debêntures de janeiro/2015 até maio/2019 (em % da razão volume negociado/estoque)	83

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Resumo dos benefícios tributários da Lei nº 12.431, de 2011	46
Tabela 2: Portarias Ministeriais (até 2017)	48
Tabela 3: Dados Macroeconômicos: PIB (Produto Interno Bruto) a preços de mercado – Taxa acumulada em 4 trimestres (%); Taxa de Juros - Meta Selic, definida pelo Copom (%) – Fechamento do ano e IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo: Variação acumula	54
Tabela 4: Evolução dos indexadores das debêntures entre 2011 e 2019 – % por volume	63
Tabela 5: Destinação de recursos de debêntures entre 2012 e 2019 – participação por volume	64
Tabela 6: Distribuição das ofertas de debêntures por detentor entre 2011 e 2019 – participação por volume (R\$)	64
Tabela 7: Tipo de garantia das debêntures emitidas entre 2011 e 2019 – participação por volume (R\$)	65
Tabela 8: Destinação de recursos de debêntures entre 2012 e 2019 – participação por volume	75
Tabela 9: Participação das Emissões de Debêntures de Infraestrutura por setor entre 2012 – 2019 (em %)	76
Tabela 10: Volume e quantidade total de Emissão de Debêntures Incentivadas entre 2012 e 2019 (em R\$ Milhões)	78
Tabela 11: Distribuição das Ofertas de Debêntures Convencionais, Incentivadas e de Infraestrutura (em %).....	79

Introdução

Os investimentos em infraestrutura são um condicionante primordial das possibilidades de desenvolvimento econômico de uma nação. Pode-se afirmar que, no Brasil, a infraestrutura é, atualmente, escassa e precária (Costa e Carrasco, 2018). O investimento no setor é pequeno e o serviço oferecido é, em geral, mal avaliado pela população. Segundo o estudo utilizado como referência, de 2001 a 2016, o valor investido em infraestrutura correspondeu a apenas 2% do Produto Interno Bruto (PIB), o que foi suficiente para cobrir somente as despesas com a depreciação do capital. Seria necessário investir pelo menos 4% do PIB por ano nesse setor durante os próximos 25 anos para atingir a universalização dos serviços básicos com um mínimo de qualidade.

Essa discussão é muito relevante para o cenário econômico atual, uma vez que a crise econômica que a economia brasileira vem enfrentando nos últimos anos e a agenda de restrição fiscal autoimposta, o Estado, na prática, vem perdendo a capacidade de realizar os investimentos em infraestrutura necessários ao país. Além disso, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que desde a sua criação esteve muito presente no financiamento dos projetos nessa área, teve seu papel redimensionado nos últimos anos, diminuindo consideravelmente o seu volume de desembolso e seu peso na articulação dos investimentos da economia brasileira.

A conjunção desses fatores aponta, portanto, para o setor privado como locus de realização desses investimentos, o que esbarra em diversas dificuldades, em particular, no que tange ao financiamento desses projetos. Além dos desafios inerentes ao financiamento dos investimentos privados, os investimentos em infraestrutura colocam outras questões, como, por exemplo, a heterogeneidade, complexidade e um grande número de partes envolvidas e um longo prazo de maturação (OECD, 2015). Ou seja, há dificuldades associadas à realização de investimentos em infraestrutura pela iniciativa privada e ao próprio financiamento desses projetos pelo sistema financeiro privado.

Em junho de 2011, o Congresso brasileiro aprovou a Lei nº 12.431, que criou as chamadas debêntures incentivadas ou debêntures de infraestrutura. A medida visava realizar uma importante mudança no mercado de capitais brasileiro, promovendo a participação do capital privado no financiamento de investimentos em infraestrutura. Com essa lei, as empresas passaram a poder emitir debêntures com incentivos fiscais, o que buscava tornar esse

instrumento mais atrativo aos emissores, diminuindo o custo de captação de recursos para os projetos de investimento das empresas.

Dentro do mercado de capitais brasileiro, as debêntures são, historicamente, um dos principais mecanismos utilizados pelas empresas brasileiras para captação de recursos. Entretanto, sob essa mesma perspectiva histórica, o peso desses títulos como fonte de recursos para empresas é ainda muito pequeno, especialmente no que se refere a recursos de longo prazo. Dessa forma, a Lei nº 12.431 acaba por ter um propósito híbrido, que combina os objetivos de viabilização de financiamento dos projetos de infraestrutura e de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Notadamente, a medida buscava atingir os seguintes objetivos: (i) viabilizar o financiamento de projetos de investimento em infraestrutura pelos emissores em prazos, volumes e condições adequados; (ii) aprofundar o mercado primário de debêntures com base em ativos com vencimentos mais longos e remuneração não atrelada integralmente a taxas pós-fixadas; e (iii) promover o desenvolvimento dos mercados secundários desses ativos.

Desde a criação da Lei, alguns trabalhos dedicaram-se a avaliar seus impactos sobre o mercado de capitais e o financiamento de projetos de infraestrutura (TORRES; MACAHYBA, 2012; BRAGANÇA; PESSOA; SOUZA, 2015; CARVALHO, 2017). Em comum a todos esses estudos destaca-se a constatação de que a manutenção de altas taxas de juros no Brasil constituía um dos principais responsáveis pela inibição das emissões de debêntures. Essa conclusão deriva do próprio recorte temporal utilizado nos trabalhos, que não captou o período mais recente de redução sustentada da taxa básica de juros, inaugurado a partir da crise doméstica de 2015-6. Também pode-se destacar que, para os trabalhos mais antigos, a Lei ainda se encontrava em fase de implantação, como será discutido com mais detalhe ao longo desta dissertação.

Neste contexto, o presente trabalho tem como objetivo geral analisar os efeitos da implementação da Lei nº 12.431/11 sobre o mercado de debêntures e o financiamento de projetos de infraestrutura no Brasil entre 2012 e 2019. Mais especificamente, busca-se avaliar se os incentivos previstos na medida foram capazes de (i) ampliar o financiamento de projetos de infraestrutura; (ii) aprofundar o mercado primário de debêntures; e (iii) desenvolver o mercado secundário desses ativos, tal como definido em seus objetivos. A hipótese a ser investigada é se a Lei nº 12.431/11 foi capaz de atingir os objetivos a que se propôs no período 2012-2019.

A metodologia empregada combina três abordagens distintas. No plano teórico, a dissertação realiza uma resenha da literatura pós-keynesiana sobre o financiamento dos investimentos, com particular ênfase nos investimentos em infraestrutura, destacando o papel do sistema financeiro e do mercado de capitais no financiamento desses projetos. Num segundo

recorte metodológico, esse trabalho analisa a legislação e a regulamentação complementar das debêntures de infraestrutura a partir de fontes primárias, em particular, documentos publicados pelo Executivo e Congresso brasileiros e de importantes *stakeholders* (e.g. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – Anbima), no intuito de reconstruir o contexto que levou à adoção da Lei e analisar as motivações por trás de seus objetivos e das modificações que sofreu ao longo do tempo. Por fim, realiza-se uma análise estatística descritiva dos mercados primário e secundário das debêntures de infraestrutura, tendo como fontes os dados fornecidos por: Anbima, Banco Central, BNDES e Ministério da Economia.

Além da presente introdução e da conclusão, a dissertação está dividida em três capítulos. O capítulo 1 apresenta uma revisão dos trabalhos teóricos relacionados ao tema da dissertação, tratando das particularidades do investimento à infraestrutura sob uma perspectiva pós-keynesiana. O capítulo 2 analisa o processo de criação das debêntures de infraestrutura como uma solução potencial para os problemas de financiamento de projetos de infraestrutura, apresentando as discussões que levaram a sua criação, os aspectos técnicos da legislação, seus objetivos e suas atualizações. Já o capítulo 3 discute a evolução dos mercados de debêntures de infraestrutura ao longo do período 2012-2019, sob diferentes aspectos, como o volume e o número de emissões, as portarias autorizadas e o perfil das emissões. A partir disso, tratar sua efetividade para alcançar os objetivos propostos. Por fim, a conclusão resgata os principais pontos levantados ao longo da dissertação e fornece uma avaliação da hipótese levantada nesta introdução.

Capítulo 1: O Problema do Financiamento dos Investimentos em Infraestrutura

1.1 Introdução

O Brasil possui um grande déficit no setor de infraestrutura. Embora o país represente a 9ª maior economia do mundo, conforme o tamanho de seu Produto Interno Bruto (PIB), encontra-se somente na 78ª posição no ranking de qualidade de infraestrutura do Fórum Econômico Mundial, divulgado no *The Global Competitiveness Report* de 2019. Considera-se que os investimentos nessa área são de grande relevância para o processo de desenvolvimento do Brasil e que parte das dificuldades de avançar nessa agenda deve-se à questão do financiamento da infraestrutura.

Este capítulo estabelece os fundamentos teóricos necessários à compreensão das dificuldades de realização do financiamento a projetos de investimento em infraestrutura, que orientaram, no caso brasileiro, a adoção da Lei nº 12.431, de 2011. Mais especificamente, busca-se analisar de forma concisa o problema do financiamento dos investimentos e discutir as particularidades do financiamento à infraestrutura, destacando o papel do mercado de capitais neste processo.

O capítulo se divide como segue. A seção 1.2 irá discutir o financiamento dos investimentos a partir de uma perspectiva pós-keynesiana. Na primeira subseção será mostrado como é dada a decisão de investimento a partir da teoria pós-keynesiana. Na segunda subseção será analisado o papel do mercado de capitais e do sistema financeiro no financiamento dos investimentos. A seção 1.3 irá discutir as particularidades do financiamento à infraestrutura e os desafios específicos que engendra. Já a seção 1.4 conclui e sintetiza as principais questões discutidas neste capítulo.

1.2 O financiamento do investimento e o papel do sistema financeiro

Esta seção tem como objetivo discutir como é tomada a decisão de investir segundo a teoria pós-keynesiana e também abordar o problema do financiamento dos investimentos, analisando a importância do sistema financeiro neste processo. Isso servirá de base para mostrar a essencialidade desse sistema para o financiamento do setor de infraestrutura, sendo as debêntures incentivadas uma forma de viabilizar o processo de financiamento dos investimentos nessa área. Essa seção fará uma revisão concisa da literatura, reunindo os principais trabalhos sobre o tema.

1.2.1. A decisão de investir na teoria pós-keynesiana

A decisão de investimento é uma das mais importantes decisões econômicas, já que, em nível agregado, ela determina a dinâmica e o desempenho da economia. É também fonte da acumulação de capital e, portanto, a maior determinante da capacidade da economia a longo prazo. Essa interpretação segue de perto a constatação de Keynes (1973), para quem o investimento é o componente mais instável da demanda agregada e responsável natural pelas variações na renda e no emprego.

O investimento em capital fixo é central para o entendimento da atividade econômica e sua volatilidade contribui bastante para as flutuações econômicas. Segundo Chirinko (1993), o estímulo ao seu estudo encontra-se na sua própria importância dentro do contexto econômico.

O investimento tem duas características que em conjunto podem afetar a decisão de investir. A primeira é o caráter irreversível do investimento, visto que, caso o investimento seja feito e a firma queira abortá-lo ele será considerado um custo afundado. A segunda está relacionada ao fato de o investimento poder ser postergado à espera de novas informações sobre preços, custos e outras condições de mercado antes que os recursos sejam comprometidos. Portanto, o investimento é uma variável bastante sensível a várias formas de risco.

Há distinções teóricas importantes no tratamento dos determinantes do investimento privado. Na abordagem Clássica e Neoclássica, as decisões de investimento são determinadas a partir da relação entre a produtividade marginal do capital e seu custo, em um contexto de pleno emprego, plena flexibilidade de preços e salários, conjugados a um mecanismo de ajuste capaz de conduzir a economia ao equilíbrio. Já a abordagem pós-keynesiana tem como pressuposto principal o princípio da demanda efetiva, em que a acumulação da riqueza privada se dá em um ambiente de incerteza e a existência de pleno emprego e de equilíbrio é apenas um, dentre muitos, dos resultados possíveis (Davidson, 2011).

Neste trabalho a visão pós-keynesiana será explorada com mais detalhe. Serão apresentadas diferentes teorias sobre as decisões de investimento desenvolvidas na literatura desta corrente de pensamento.

Segundo Meyer (2019), a teoria pós-keynesiana destaca elementos macroeconômicos e microeconômicos envolvidos no processo decisório do investimento. O objetivo da firma seria mais do que apenas maximizar lucros, já que a decisão de investir é cercada de diversos elementos, tais quais, a incerteza fundamental, visões e objetivos distintos dos gestores e proprietários das firmas, decisões de financiamento, dentre outras.

A heterodoxia critica os modelos convencionais do investimento, principalmente por não considerarem adequadamente a incerteza e a irreversibilidade do investimento, elementos que são fundamentais na visão keynesiana. Outro ponto é que a teoria pós-keynesiana também foca na separação entre propriedade e controle das firmas, reconhecendo a diferença entre ambos e seus efeitos sobre a acumulação de capital, já que se entende que os proprietários buscam ganhos de capital de curto prazo, enquanto os gestores buscam a viabilidade e o crescimento de longo prazo do próprio empreendimento.

Entretanto, não existe apenas uma única abordagem pós-keynesiana ao se tratar da decisão de investimento. Neste trabalho será apresentada a teoria keynesiana do investimento e a teoria kaleckiana do investimento, sendo que, existem ainda ao menos outras quatro possibilidades relevantes de abordagem pós-keynesiana para a decisão de investimento.

Para Keynes (1936), as decisões de investimento são influenciadas pelo estado de expectativa empresarial e por sua preferência pela liquidez em um contexto de incerteza. Como a decisão de investir depende das expectativas empresariais quanto a um futuro incerto, ela é potencialmente instável, sendo fundamental na determinação da trajetória de flutuações econômicas e crises. O *animal spirits* dos empresários é responsável por induzir o investimento em ampliação da capacidade produtiva, com o objetivo de valorizar os recursos líquidos acumulados, permitindo a ampliação da riqueza. Sendo que, para Keynes, a flutuação do investimento é a causa primária da instabilidade de uma economia monetária.

Em geral, os agentes compõem seu portfólio diversificando entre ativos de investimento, seja ele ação, títulos da dívida ou na própria moeda. A decisão da escolha do ativo dependerá do prêmio pela liquidez de reter a moeda, dado que esta possui liquidez máxima, e também da percepção sobre incerteza, da remuneração oferecida pelos títulos de dívida e da taxa de juros.

A taxa de juros é determinada no mercado monetário através da interação da oferta de moeda, que é definida pela autoridade monetária, e da demanda de moeda, que é influenciada pela preferência pela liquidez e pelo nível de atividade. Ela refletirá uma recompensa pela renúncia à liquidez, expressa na interação entre oferta e demanda por moeda – o ativo de maior liquidez numa economia monetária.

Para Keynes, um desempenho econômico favorável, com maior otimismo e menor percepção de incerteza elevam a renda esperada dos ativos de capital, reduzindo, portanto, a demanda por moeda e outros ativos líquidos, estimulando o investimento produtivo, tratado de forma simplificada como a demanda por bens de capital. Sendo que este é o único ativo capaz de ampliar a produção na economia.

Nessa teoria o investimento produtivo é determinado primariamente pelas expectativas empresariais de longo prazo relacionadas às rendas futuras de seus ativos de capital. Os investimentos serão realizados somente se o “espírito animal” dos empresários estiver desperto e se houver disponibilidade de crédito por parte do setor bancário. Keynes (1937, p. 668-669) faz uma importante distinção entre poupança (determinada principalmente pelas decisões de investimento) e financiamento do investimento.

“Os bancos detêm uma posição chave na transição de uma escala inferior de atividade para uma mais elevada. Se eles recusam a uma acomodação, um crescente congestionamento do mercado de empréstimos de curto prazo ou do mercado de novas emissões inibirá a melhora (nas condições de financiamento), não importa quão frugal o público se proponha a ser a partir de suas rendas futuras. (...) O mercado de investimentos pode tornar-se congestionado por causa da falta de liquidez, mas nunca se congestionará por falta de poupança”. (Keynes, 1937)

Então, se existe financiamento que permita que o investimento seja realizado, as variações do gasto do investimento provocam variações de tal magnitude na renda agregada que induzem uma variação da poupança desejada pelas famílias no mesmo montante da variação inicial do investimento. Logo, a oferta de fundos não é determinada pela canalização do fluxo de poupança do período, como é defendido pela teoria ortodoxa, mas sim pelo estoque de ativos financeiros existentes e pela capacidade do setor bancário criar liquidez via crédito para atender a demanda por investimentos.

No entanto, Keynes salienta que conforme os gastos com investimento aumentam, os emprestadores se tornam mais relutantes em financiar novos projetos. Assim a própria dinâmica do processo de crescimento econômico faz com que as empresas se tornem crescentemente endividadas para expandir o investimento. Segundo Minsky (1986) existe uma tendência inerente das estruturas financeiras capitalistas em se moverem de um estado de robustez para uma posição frágil ao longo do tempo. Assim, as mudanças das expectativas dos agentes ao longo do ciclo econômico e a forma como essas mudanças são transmitidas através do sistema financeiro tem forte influência nesse processo.

Passando para a Teoria Kaleckiana do Investimento, Kalecki (1954) define que as decisões de novos investimentos em ampliação da capacidade produtiva dependem da elevação da taxa de lucro esperada, projetada com base em expectativas adaptativas a partir da variação nos lucros recentes em relação à variação do estoque de capital fixo.

Kalecki assume a hipótese que as firmas “esgotaram” suas possibilidades de investimento lucrativo, devido a limitações de mercado e disponibilidade de recursos. Assim sendo, uma elevação dos lucros refletiria maior atratividade de projetos que antes não eram considerados vantajosos, ampliando as possibilidades de investimentos. Por outro lado, a ampliação da capacidade produtiva reduziria a taxa de lucro esperada dos novos investimentos devido a possibilidade de ampliação da capacidade ociosa, refletida na redução do grau de utilização da capacidade instalada. A partir disso construiu-se a equação de investimento de Kalecki.

Outra importante hipótese adotada por esse autor é a inexistência de limitação de recursos para o investimento em termos de financiamento, já que todo investimento cria poupança correspondente e que toda poupança é revertida em lucros retidos, reservas para depreciação, títulos e ações. Então, assim como Keynes, Kalecki definiu a taxa de juros de mercado como a remuneração da renúncia à liquidez, determinada no mercado monetário.

Vale a pena ressaltar que como a oferta de moeda não acompanha perfeitamente as flutuações do nível de atividade, a taxa de juros de curto prazo costuma aumentar nos períodos de crescimento econômico e cair em períodos recessivos. Já a taxa de juros de longo prazo seria determinada por previsões da taxa de juros de curto prazo, baseadas na experiência passada, e por estimativas do risco envolvido na possível depreciação do ativo realizável a longo prazo. Sendo que, segundo Kalecki (1954/1977) essa taxa de longo prazo tende a permanecer relativamente estável ao longo do ciclo econômico e por isso não exerce tanta influência sobre as decisões de investimento, apresentando relação inversa com o investimento.

Entretanto, Kalecki (1937) utiliza o “princípio do risco crescente” em que o risco marginal do investimento em capital fixo aumenta conforme o aumento do nível do investimento. Então, o custo do financiamento externo do investimento aumenta na medida em que o nível de investimento aumenta.

Portanto, segundo Meyer (2019) para Kalecki as decisões de investimento são tomadas a partir da projeção da taxa de lucro corrente e do comportamento recente do nível de atividade, além da modernização programada da capacidade produtiva, viabilizada pelos recursos disponíveis próprios e de terceiros, dada a taxa de juros de longo prazo vigente que determinaria o piso para a rentabilidade, formando uma trajetória cíclica semirregular na economia.

Após a apresentação dessas duas teorias do investimento pode-se aprofundar o estudo da relação entre o financiamento e o investimento na abordagem pós-keynesiana. Sabe-se que as decisões de investimento levam tempo para serem maturadas e que no intervalo em que a decisão é tomada e que o investimento começa a gerar renda, os fatores de produção precisam

ser pagos. Por isso o financiamento é tão necessário para as decisões de investimento. Sendo que, esses recursos podem vir de fontes internas ou externas. Portanto, como explicitado por Minsky (1986) uma decisão de investimento inclui sempre uma decisão sobre a estrutura do passivo, ou seja, de como o investimento será financiado.

Ainda para Minsky (1986) a necessidade de financiamento dos investimentos em seu período de maturação gera compromissos financeiros, podendo afetar o preço dos ativos de capital, a demanda efetiva por investimento e o preço de oferta dos produtos. Dessa forma, o financiamento do investimento passa a ser, portanto, um componente de custo, como o trabalho e outros insumos.

Os fundos usados no financiamento podem ser obtidos através da venda de títulos, hipotecas, ou emissão de novas ações, assim como lucros retidos. Ao tomar a decisão de investimento, onde o período de gestação do investimento não é trivial, o tipo de financiamento envolve conjecturas sobre a expectativa de geração de lucro do investimento e a condição do mercado financeiro no momento do pedido do financiamento.

Para cada decisão de investimento uma configuração diferente de ativos é estruturada a partir das experiências passadas, juntamente com os resultados esperados das decisões presentes quanto à posse de ativos de capital e à forma de financiá-los. No entanto, a posse destes ativos é obtida mediante contratos de diversas naturezas (prazos, condições e riscos), que não apenas exigem pagamentos certos e fixos, mas também podem incluir pagamentos variáveis de acordo com os resultados da operação corrente dos ativos (Belluzzo e Almeida, 2002). A partir disso, Minsky (1986) construiu uma teoria da determinação do investimento como uma teoria de decisão de portfólio baseada na comparação entre o preço de oferta, e o preço de demanda dos bens de capital, incorporando a estes os custos do financiamento.

Cabe ressaltar que os riscos do credor e do devedor se manifestam a partir do momento em que o investimento deixa de ser financiado por recursos internos. Minsky (1986) propõe, então, uma tipologia para classificar as unidades econômicas a partir das estruturas financeiras e, portanto, do grau de fragilidade. O grau de fragilidade financeira de uma unidade econômica é determinado pela sua capacidade de, para uma dada quase renda esperada da utilização do ativo de capital, fazer frente aos seus compromissos financeiros, tanto nos montantes como nos prazos.

Sendo que, a instabilidade surgiria em períodos de crescimento econômico que seria transformado em boom especulativo por causa das estruturas de passivos aceitáveis e desejáveis das empresas e das organizações atuando como intermediários nas mudanças financeiras em resposta do sucesso econômico. Assim, podem aparecer novos arranjos de financiamento nos

quais os devedores pagam dívidas não com dinheiro proveniente da produção de renda, mas com recursos obtidos através de emissão de dívida.

Assim sendo, as flutuações cíclicas da economia resultariam da maneira como as firmas financiam suas posições de carteira, com a fragilidade se elevando em períodos de crescimento devido ao aumento do número de agentes com posturas especulativas, ou seja, com margens de segurança menores.

Pode-se destacar ainda que, segundo Eichner (1976), as decisões de investimento das grandes corporações estão intrinsicamente ligadas às decisões de financiamento, e estas às decisões de preços. Nesta perspectiva, as grandes empresas definem o nível dos mark-ups praticados visando minimizar o custo esperado de captação dos recursos requeridos para viabilizar seus projetos de expansão. Em contextos de racionamento de crédito as firmas gerenciam os mark-ups como forma de ampliar o potencial de autofinanciamento para a implementação dos projetos de longo prazo, sendo essa fonte de recurso a alternativa única para empresas cumprirem suas metas de longo prazo.

Portanto, para a teoria pós-keynesiana a acumulação do capital é um processo dinâmico intrínseco. O investimento em capital fixo é um fenômeno irreversível. Diferentes processos de financiamento dos planos de investimento se sobrepõem em diferentes períodos do tempo, conectando níveis de acumulação passados e presentes.

Nessa seção buscou-se apresentar as principais teorias do investimento pós-keynesianas. Enquanto os neoclássicos definiam o investimento como resultado do processo de otimização da firma, desconsiderando as expectativas dos agentes, as incertezas e os efeitos do financiamento sobre a decisão do investimento, ou seja, o investimento era tratado como uma variável endógena; os autores pós-keynesianos consideram o investimento como uma função autônoma e exógena, em que os fatores expectacionais, além da incerteza, taxa de lucro e utilização da capacidade instalada, exercem papel fundamental sobre a decisão de investimento. Assim sendo, as variáveis financeiras são consideradas, onde o excesso de endividamento e a alavancagem financeira, podem resultar em processos de fragilização financeira das firmas, comprometendo o fluxo de caixa futuro e dificultando o acesso ao mercado de crédito/capitais.

Além disso, também foi visto como as decisões de financiamento estão ligadas as decisões de investimento. Sendo que, o tipo de financiamento envolve conjecturas sobre a expectativa de geração de lucro do investimento e a condição do mercado financeiro no momento do pedido do financiamento, isso fornece uma base teórica para os próximos capítulos do trabalho, que trarão a discussão sobre as debêntures incentivadas e a melhor forma de financiar o investimento em infraestrutura no Brasil. A próxima seção será dedicada a análise

mais profunda sobre a importância do mercado de capitais para o financiamento do investimento.

1.2.2. O papel do sistema financeiro no financiamento do investimento

Na visão convencional, o sistema financeiro tem importância para o crescimento econômico, mesmo que não exista um consenso sobre os requerimentos para um sistema financeiro operar de forma funcional. Essa visão foi sintetizada em Levine (1997), que destaca que o desenvolvimento dos mercados financeiros e instituições é uma parte crítica e inerente ao processo de crescimento, diferentemente da visão de que o sistema financeiro responde passivamente ao crescimento econômico e industrialização (Levine, 1997, p. 688-689).

O autor se utiliza do que denomina de “abordagem funcional” do sistema financeiro, segundo a qual o papel das instituições financeiras é o de mobilizar poupanças e facilitar a alocação de recursos; ou seja, intermediar recursos entre poupadores e investidores, e ao mesmo tempo facilitar o gerenciamento de risco na atividade de intermediação.

A visão convencional sobre a relação entre financiamento e crescimento sustenta que o sistema financeiro é um intermediário neutro de recursos na economia. Sua existência seria justificada principalmente por seu papel de diversificar as oportunidades entre poupadores e investidores, minimizar os custos de agenciamento entre emprestadores e tomadores, e de mitigar os efeitos dos custos de informação e de transação no processo de intermediação.

Em um mundo com informação perfeita e mercados completos sem fricções, instituições financeiras não seriam necessárias. Porém, a ausência de informação perfeita sobre as oportunidades relacionadas com os investimentos produtivos faz com que as instituições financeiras tenham um papel importante no financiamento do investimento.

Assim sendo, a funcionalidade do sistema financeiro pode ser vista como relacionada com a alocação eficiente de recursos poupados entre as diversas oportunidades de investimento produtivo. Dessa forma, os intermediários financeiros têm uma função especial na economia, de atuar como transformadores de maturidades, compatibilizando as necessidades de financiamento dos investidores com desejos dos poupadores, ao transformarem ativos ilíquidos e de maior maturidade (como empréstimos), em ativos líquidos de maturidade mais curta (como depósitos).

Na visão pós-keynesiana, a importância do sistema financeiro para o desenvolvimento está no núcleo de seu arcabouço teórico. Diversos autores já desenvolveram o assunto, mas Keynes teve um papel essencial ao fazer uma importante distinção entre poupança e

financiamento, e destacar o papel dos bancos na provisão de liquidez necessária para a realização dos investimentos. Segundo De Paula (2014), na visão pós-keynesiana, o sistema financeiro tem um papel ambíguo na economia: ao mesmo tempo em que ele pode estimular o crescimento econômico como provedor de liquidez e na alocação de poupança *ex-post* para consolidar o investimento; a ação de especuladores nos mercados financeiros (mesmo que necessária para prover liquidez nos mercados secundários) tem um papel desestabilizador nesses mercados.

Existem diversas abordagens sobre a visão convencional do sistema financeiro, como a de custos de transação, da regulação, do gerenciamento de risco, entre outras. Essas abordagens têm algumas diferenças, que não entram no escopo desse trabalho, mas também têm algumas similaridades. São exemplos o fato delas não fazerem distinção entre o comportamento de um banco analisado individualmente e o conjunto do sistema bancário, e também a hipótese de que, conseqüentemente, o montante dos bancos está limitado ao recebimento de depósitos prévios, cujo volume é uma decisão de alocação intertemporal de renda e riqueza dos agentes.

Portanto, está implícita a visão de que o volume de recursos disponíveis para investimento depende da poupança prévia acumulada. Assim sendo, nessa visão o banco seria um intermediário neutro de recursos na economia, no sentido de que seu comportamento não afeta de forma decisiva as condições de financiamento da economia, uma vez que não tem capacidade de criar liquidez que permita sancionar as decisões de gastos dos agentes.

No entanto, o foco desse trabalho estará pautado na visão pós-keynesiana, e como veremos a seguir, essa abordagem tem uma percepção bastante distinta do processo de financiamento e do papel dos bancos na economia.

Keynes fez uma análise bem diferente sobre a atividade bancária e o financiamento da economia. Ele desenvolveu seus pensamentos sobre isso antes e depois da publicação da Teoria Geral. No *Treatise on Money* (1930) sustentou que a moeda toma a forma de moeda-crédito, e que os depósitos bancários são criados no processo de concessão de crédito e não necessariamente originados a partir de depósitos existentes. Ou seja, a atividade bancária consiste na *criação de liquidez*, e não na mera transferência de recursos de agentes superavitários para agentes deficitários.

Keynes reafirmou o papel central dos bancos na atividade econômica, no financiamento do investimento e a natureza endógena do processo de criação de moeda bancária. Portanto, ele assinalou que o investimento nunca deixará de ser realizado por falta de poupança, mas sim por falta de financiamento. Keynes descrever esse processo como tendo duas etapas, *finance* e *funding*, o crédito que correspondente ao *finance* em Keynes, se refere ao crédito de curto prazo

demandado pelas firmas no intervalo de tempo entre a decisão de investimento e sua implementação, visando financiar a produção de bens de capital, ou seja, não dependeria de poupança prévia. A seguir esse processo será analisado mais detalhadamente.

O autor tem como referência o princípio da demanda efetiva, que sustenta que são os gastos agregados que geram a renda na economia. Neste sentido, a poupança, um resultado *ex-post*, não é capaz de financiar gastos, pois representa apenas a renda não consumida, inexistente antes da realização do investimento. Este, como vimos anteriormente, é determinado primariamente pelas expectativas empresariais de longo prazo relacionadas com as rendas futuras de seus ativos de capital. Dessa forma, investimentos serão realizados somente se o “espírito animal” dos empresários estiver desperto, e também se houver disponibilidade de liquidez por parte do setor bancário. Nessa economia, o financiamento, que é independente da poupança prévia, precede o investimento.

Em outras palavras, a poupança não se constitui em um obstáculo para o investimento. Se existe financiamento que permita que o investimento seja realizado, as variações do gasto do investimento provocam variações de tal magnitude na renda agregada que induzem uma variação da poupança desejada pelas famílias no mesmo montante da variação inicial do investimento.

Keynes também assinalou que a oferta de fundos disponíveis não é determinada pela canalização do fluxo de poupança do período, mas sim pelo estoque de ativos financeiros existentes. Assim, o que se requer para gerar fundos para financiar investimentos é a renúncia a liquidez dos agentes, de modo a adquirir novos títulos ofertados pelos demandantes de fundos, adicionado à capacidade de criação ativa por parte do setor bancário.

A oferta agregada de financiamento em uma economia monetária é determinada principalmente pelo desejo dos bancos criarem crédito e depósitos correspondentes, e ainda pelo estoque de moeda existente. Ao analisar o processo de financiamento da formação de capital, Keynes (1937) descreveu o processo como tendo duas etapas: a primeira se refere ao fornecimento de recursos líquidos que permitam que as despesas iniciais dos investimentos sejam realizadas (*finance*), ou seja, a demanda por moeda provida pelo setor bancário no momento em que a firma decide investir e, uma segunda, na qual a poupança *ex-post* é utilizada para consolidar dívidas para a despesa de investimento, chamada de *funding*.

Como foi mencionado anteriormente, o *finance* é um fundo rotativo que não requer a existência prévia de poupança. O *finance* é gerado, por exemplo, se a autoridade monetária acomoda a demanda por reservas dos bancos que surge como resultado da criação de depósitos via crédito. O empréstimo realizado é utilizado pela firma para pagar o ofertante do novo

equipamento e contratar novos trabalhadores; firmas e trabalhadores depositam sua renda no setor bancário e assim, os bancos são capazes de financiar o investimento sem necessidade de poupança prévia. Já o *funding* é o processo de transformação de dívidas de curto prazo em obrigações de longo prazo, de modo a tornar compatível a maturidade e o montante das obrigações da firma investidora vis a vis o retorno esperado dos investimentos.

Keynes sugeriu então, um circuito, que envolve financiamento-investimento-poupança-*funding*, em que a obtenção de financiamento (moeda) é o início do processo de formação de capital, a poupança é gerada a partir das decisões de investimentos, como resultado do processo multiplicador de renda, enquanto a poupança ex-post poderia ser canalizada para o mercado financeiro para consolidar a dívida de curto prazo das firmas investidores. Dessa forma, o mercado financeiro possui um papel fundamental nesse processo à medida que é responsável por canalizar a poupança e fornecer financiamento para os investimentos produtivos.

Um fator importante que influencia esse circuito é a incerteza. Em mundo sem incerteza o circuito se completaria simultaneamente ao processo de multiplicação da renda; no entanto, com incerteza o desenvolvimento completo do multiplicador não garante a alocação de poupança nos títulos de longo prazo ou na compra de ações.

Segundo Minsky (1986), do ponto de vista macroeconômico, o *funding* tem o papel de mitigar o crescimento da fragilidade financeira que é inerente a uma economia em crescimento, devido tanto ao aumento no grau de endividamento dos investidores quanto ao descasamento de maturidade entre sua estrutura ativa e passiva. Dessa forma, mercados financeiros acabam tendo um papel importante, porém ambíguo para dar suporte ao crescimento sustentando. Por um lado, eles podem ajudar a transformar as maturidades das firmas, já que cabem às instituições e mercados financeiros o papel de diversificar ativos a serem ofertados aos poupadores e administrar as estruturas passivas e ativas com maturações distintas. Por outro lado, no entanto, os bancos podem ser uma fonte de instabilidade criada a partir da ação de especuladores. Tal comportamento é necessário para dar liquidez aos títulos no mercado secundário, contudo, quando a ação dos especuladores domina os mercados financeiros, as práticas de curto prazo determinam o ritmo dos preços dos ativos.

Assim sendo, segundo Levine (2004) está começando a haver uma ampla aceitação na economia de que o sistema financeiro tem uma grande importância para o desenvolvimento econômico, ainda que não exista consenso sobre os requerimentos para um sistema financeiro operar de forma funcional a dar sustentação ao crescimento econômico. A partir da análise do circuito financiamento-investimento-poupança-*funding* de Keynes, foi desenvolvido o conceito de funcionalidade do sistema financeiro. Para Studart (1995-1996) o conceito de funcionalidade

do sistema financeiro seria definido como aquele sistema que expande o uso dos recursos da economia com um mínimo de fragilidade financeira. Ou seja, seria aquele que é capaz de prover financiamento (*finance*) que permite aos empresários realizarem gastos com investimentos e que canaliza poupança para quitar suas dívidas mais tarde (*funding*).

Studart (1995-1996, p. 64) formula o conceito de funcionalidade do sistema financeiro como:

“Um sistema financeiro é funcional para o processo de desenvolvimento quando ele expande o uso de recursos existentes no processo de desenvolvimento econômico com um mínimo aumento possível na fragilidade financeira e outros desequilíbrios que possam deter o processo de crescimento por razões puramente financeiras.”

Ou seja, um sistema financeiro funcional é aquele capaz de prover financiamento (*finance*) que permite que os empresários façam gastos com investimentos e que canaliza poupança para, direta ou indiretamente, adequar seus passivos – suas dívidas – mais tarde (*funding*).

Sendo que esse conceito não está relacionado simplesmente em dar sustentação a cada *round* do desenvolvimento econômico, mas sim se trata de uma condição fundamental para o desenvolvimento de longo prazo: embora as decisões de investimento sejam determinadas, em última instância, pelas expectativas empresarias de longo prazo, o desenvolvimento do sistema financeiro é muito importante para dar suporte à viabilização dessas decisões.

É importante salientar que quando Keynes sugeriu o esquema de financiamento *finance-funding*, ele estava pensando em um sistema financeiro com especialização institucional do tipo anglo-saxão, onde se tem uma dicotomia entre bancos, criadores de *finance*, e mercado de capitais, realizadores do *funding*. Assim, nesse modelo, os bancos comerciais são tipicamente os agentes principais no fornecimento de liquidez necessária para o início do processo de investimento (*finance*), enquanto os bancos de investimento desempenham o papel de auxiliar no processo de financiamento, realizando a subscrição dos títulos das empresas investidoras ou mantendo em carteira títulos das empresas financiadas.

Em outras experiências históricas, contudo, essas “funções” se concentravam nas mesmas instituições, os bancos universais. Conforme ressalta Carvalho (1997), a validade do circuito *finance-funding* não depende de uma estrutura financeira especializada, como era típica até recentemente no sistema financeiro norte-americano. Em qualquer economia capitalista, o processo de formação de capital começa com a provisão de liquidez, através do *finance*, e conclui com a geração e alocação de poupança para a realização do *funding*. Assim sendo, diferentes formas de organização do sistema financeiro devem constituir formas específicas que

permitam que as duas funções sejam realizadas. Portanto, a funcionalidade de qualquer sistema financeiro não pode ser assegurada, nem qualquer política proposta, sem uma análise mais apurada das instituições existentes no país e seu papel em financiar a acumulação de capital.

A experiência dos países desenvolvidos, no entanto, mostra que não existe um modelo de sistema de financiamento ideal para dar suporte ao desenvolvimento econômico. Na realidade, há evidências de que as características histórico-institucionais acabam por moldar em grande medida o desenvolvimento do sistema financeiro em cada país, como analisado por Zysman (1983)¹. Cabe mencionar que as estruturas do sistema financeiro mundial, como um todo, têm se alternado substancialmente em função das mudanças e desenvolvimentos recentes no sistema financeiro mundial, o que tem resultado em boa medida do processo de desregulamentação financeira e dos desenvolvimentos tecnológicos em comunicações e informática.

Entre as principais tendências recentes do sistema financeiro, destacam-se: o desenvolvimento de instrumentos de securitização das dívidas; a emergência de investidores institucionais; o desenvolvimento do mercado de derivativos; o declínio dos bancos comerciais; e a universalização dos bancos. Os efeitos disso na disponibilidade e condições de financiamento das empresas são um pouco ambíguos. Por um lado, essas tendências contribuem para aumentar a oferta de financiamento quando comparado aos sistemas financeiros anteriores. Já por outro lado, a desregulamentação financeira, tanto doméstica quanto internacional, aumenta o potencial de especulação por parte dos investidores e instituições financeiras que passa a se dar entre diferentes mercados domésticos e entre diferentes segmentos dos mercados financeiros dos países. Isto abre espaço para uma maior fragilização dos agentes econômicos, refletida em cadeias de contágios, comportamentos de manada e crises financeiras.

É importante assinalar que, o mercado de capitais é estimulado pelo, e estimula o crescimento econômico, ou seja, como destacado por De Paula e Faria Jr.(2012), existe uma relação de causa e efeito entre essas duas variáveis, já que o mercado de capitais cumpre um importante papel do ponto de vista do financiamento das empresas de médio e grande porte.

¹ Zysman (1983) sugeriu uma taxonomia dividida em dois grandes tipos: sistema financeiro com base no mercado de capitais (capital market based system) e sistema financeiro com base no crédito bancário (credit based financial system): o primeiro se destaca por ter uma importante participação de instrumentos diretos de financiamento (ações e títulos de dívida) como fonte de financiamento de longo prazo, além da existência de instrumentos e mercados financeiros diversificados e a presença de um mercado de crédito bancário de curto prazo; enquanto no segundo o mercado de capitais é fraco, normalmente há baixa especialização institucional e existe uma predominância do financiamento indireto, ou seja, crédito bancário como principal forma de financiamento da economia. O autor também assinalou que, do ponto de vista histórico, tanto o sistema baseado no mercado de capitais quanto o sistema baseado no setor bancário têm sido funcionais em dar sustentação ao crescimento econômico. Sua análise mostra também que nem todos os países combinaram desenvolvimento financeiro com crescimento econômico de forma sincronizada.

Como será visto adiante no trabalho, apesar do autofinanciamento via lucros retidos ser a principal forma de financiamento dos investimentos no Brasil, em um segundo momento, para terem um crescimento econômico mais sustentável, as firmas tendem a buscar recursos externos para a expansão da sua atividade produtiva.

Como destacado em Carvalho (2009) as duas vantagens mais importantes do mercado de capitais seriam: a redução do custo de intermediação, no que diz respeito à diminuição do risco de crédito e o aumento do prêmio de liquidez dos instrumentos financeiros, reduzindo o retorno monetário oferecido por tomadores e emprestadores. Assim sendo, a expansão do mercado de capitais pode contribuir para reduzir o custo de capital para tomadores, especialmente empresas do setor produtivo.

Dessa forma, como ressaltado por De Paula e Faria Jr. (2012), a gestão da política econômica deve ser estabilizadora, viabilizando taxas de juros mais baixas e estáveis, e estimulando o crescimento da demanda agregada e, conseqüentemente, do lucro das empresas. Isso tem um papel fundamental no crescimento mais robusto do mercado de capitais no Brasil. Sendo uma condição necessária, mesmo que não suficiente, para o desenvolvimento desse mercado. Como foi mostrado por esses autores, no período 2004-2007 ocorreu um *boom* no mercado de capitais como consequência de um ambiente econômico mais favorável. Tratando especificamente do mercado de títulos de dívida privada, que será o foco de estudo desse trabalho, pode-se observar um aumento no volume de emissão desses títulos e um alongamento em seus prazos.

À guisa de síntese, ressalta-se que esta subseção buscou mostrar que enquanto na teoria convencional o sistema financeiro funcional é aquele que provê a melhor distribuição de informação para guiar consumidores e poupadores na alocação intertemporal da renda e riqueza, na perspectiva pós-keynesiana um sistema financeiro funcional é aquele com poder de criação de crédito para atender a demanda de liquidez necessária para realização dos gastos pelos agentes e de oferecer ativos financeiros que viabilizem o *funding* de longo prazo dos investimentos. Desse modo, ele permite um nível de acumulação superior aquele que seria viável pela simples aglomeração de poupanças prévias.

O papel do sistema financeiro, entretanto, é dúbio para o crescimento: ao mesmo tempo em que pode estimular um crescimento financeiramente estável, provendo liquidez e instrumentos adequados para a realização do *funding*, ele pode ser instrumento de especulação com efeitos prejudiciais para o crescimento do produto e do emprego. Já que, como Minsky (1982, 1986) salientou, economias capitalistas em expansão se tornam crescentemente frágeis

financeiramente devido à tendência inerente das estruturas financeiras capitalistas em se moverem de um estado de robustez para um estado de fragilidade ao longo do tempo.

A partir da perspectiva pós-keynesiana pode-se levantar algumas questões importantes relacionadas com o financiamento de economias em desenvolvimento. Nessas economias, por exemplo, as instituições financeiras podem crescer sua lucratividade ofertando financiamento de curto prazo, sem que tenham, contudo, estímulo para financiar posições financeiras das firmas de mais longo prazo, como é necessário para o setor de infraestrutura. Isso ocorre em função da baixa sofisticação desses mercados e das elevadas incertezas que caracterizam tais economias e mercados. Na próxima seção, será desenvolvida a discussão das particularidades dos investimentos em infraestrutura.

1.3. A decisão de investir na teoria pós-keynesiana

Nessa seção será buscado mapear algumas opções de financiamento disponíveis para os investidores privados e quais os instrumentos e incentivos podem ser utilizados para atrair esse tipo de investimento para o setor de infraestrutura. Com o objetivo de identificar novos instrumentos de financiamento e técnicas de mitigação de risco para o financiamento desse setor.

Inicialmente, é válido destacar os instrumentos e veículos de financiamento eficazes que possam ampliar as opções disponíveis para projetos de infraestrutura e que também aumentem e diversifiquem a base de investidores nesse ramo, reduzindo, dessa forma, o custo e aumentando a disponibilidade de financiamento em setores ou regiões que possam existir lacunas de investimento em infraestrutura, como é o caso brasileiro. Posteriormente será buscado identificar a gama de incentivos e ferramentas de mitigação de riscos, tanto público quanto privado, que possam promover a mobilização de financiamento para infraestrutura, particularmente aqueles relacionados à mitigação de riscos comerciais.

Mesmo que uma característica marcante dos economistas seja a divergência de interpretação da realidade econômica, a percepção da necessidade de aumento dos investimentos em infraestrutura constitui um dos poucos consensos no debate econômico, tanto no Brasil quanto na economia internacional. A ampliação das infraestruturas de energia, transportes, telecomunicações e saneamento gera externalidades positivas, levando ao aumento da produtividade, à redução dos custos de produção e, conseqüentemente, elevando a competitividade de todos os segmentos/setores da economia. Além disso, os investimentos em projetos de infraestrutura dinamizam uma série de outros investimentos, que fazem com que o

nível de renda e emprego da economia cresçam a taxas mais elevadas do que o crescimento inicial proporcionado pelas inversões no setor².

Segundo Mackinsey Global Institute (2016), a economia mundial precisaria investir entre 2016 e 2030, cerca de 3,8% do PIB global, ou uma média de US\$ 3,3 trilhões ao ano (a preços constantes de 2015), nos setores de infraestrutura para garantir as taxas médias de crescimento do PIB mundial da ordem de 3,0 a 3,5% projetadas para o período. Conforme o estudo, os investimentos em infraestrutura a serem feitos pelas economias emergentes corresponderiam a 60% do montante total.

Ou seja, os investimentos em infraestrutura são essenciais para o aumento da competitividade dos países. No caso do Brasil, alguns indicadores mostram que muito precisa ser feito para melhorar a posição do país em nível internacional. Segundo o World Economic Forum (2015), o Brasil se situa em 75º lugar no que diz respeito à sua competitividade, em uma amostra de 140 países. Países como Kuwait (34º), Indonésia (37º), Turquia (51º) e Hungria (63º) são considerados mais competitivos que o Brasil.

No que diz respeito especificamente à qualidade da infraestrutura, o Brasil situa-se na 123ª classificação, sendo superado por países como Azerbaijão (39ª), Costa Rica (103ª) e Bolívia (105ª). Desagregando o setor, o ranking da qualidade dos serviços no Brasil é o seguinte: i) telefonia móvel (37ª); ii) aeroportos (95ª); iii) oferta de eletricidade (96ª); iv) ferrovias (98ª); v) portos (120ª) e vi) estradas (121ª).

As evidências nacionais e internacionais mostram que há uma demanda expressiva por investimento nos setores de infraestrutura, que, entretanto, não encontra uma oferta de projetos em quantidade e qualidade adequadas. Isso se explica por uma série de peculiaridades que diferenciam os projetos do setor de outros investimentos produtivos.

A ampliação da capacidade produtiva do setor de infraestrutura requer projetos de engenharia sofisticados, e altos montantes de capital. Além disso, o longo prazo de maturação dos investimentos faz com que haja uma demora de geração de fluxos de caixa, em razão do grande tempo que se passa entre o início da implantação do projeto e sua execução completa. Essas características trazem um alto nível de incerteza quanto ao retorno financeiro dos investimentos em infraestrutura. No entanto, há que se considerar também que muitos projetos de infraestrutura apresentam um retorno social maior que o retorno privado. Ou seja, mesmo que os retornos financeiros de um determinado projeto de infraestrutura não cubram seus custos, as externalidades que geram são benéficas para a economia como um todo.

² Para um aprofundamento ver IMF (2014, cap3).

Esse conjunto de particularidades faz com que muitos projetos de infraestrutura não atraíam o interesse do setor privado, tanto no que diz respeito à execução direta dos investimentos necessários quanto ao financiamento dos mesmos. Por isso, historicamente, observou-se uma participação expressiva do setor público, na execução e no financiamento dos projetos desse setor. Entretanto, as crescentes dificuldades fiscais, como o aumento dos déficits públicos e da relação dívida/PIB, têm limitado a participação direta do setor público nessas atividades, no Brasil e no mundo.

Em alguns casos, as pressões orçamentárias foram agravadas pela necessidade de melhorar os balanços patrimoniais dos bancos e reconstruir os mecanismos que asseguram capital e liquidez, devido em parte à regulamentação prudencial reforçada no setor financeiro. Como consequência, ganhou força a vertente que defende que são necessárias fontes alternativas de financiamento para apoiar o desenvolvimento da infraestrutura.

Nesse contexto, muita atenção está sendo dada ao setor de investidores institucionais, já que a natureza de seus passivos é de mais longo prazo, assim como a necessidade do financiamento a infraestrutura. Por várias razões, incluindo a falta de familiaridade com os investimentos em infraestrutura, atualmente esse tipo de investidor acaba alocando uma fração muito pequena de seus investimentos em ativos de infraestrutura. Tradicionalmente, esses investidores investem em infraestrutura por meio de empresas listadas e instrumentos de renda fixa.

A infraestrutura pode ser financiada usando diferentes canais de captação de recursos e envolve estruturas e instrumentos financeiros bem diferentes. Alguns, como ações e títulos, são instrumentos baseados no mercado com estruturas regulatórias bem estabelecidas. Os bancos tradicionalmente são fornecedores de empréstimos para infraestrutura, entretanto, esforços estão em andamento para desenvolver novos instrumentos e técnicas financeiras para o financiamento desse setor. Esses esforços parecem estar tendo algum sucesso já que, os dados indicam, por exemplo, que o desenvolvimento do mercado de títulos para investimento em infraestrutura é promissor e que a criação de um mercado com maior liquidez para títulos, sejam eles públicos ou privados também vem se expandindo nos últimos anos. Além disso, se feito adequadamente, a securitização de empréstimos bancários pode ajudar a apoiar esses empréstimos e diversificar os riscos, além de auxiliar no desenvolvimento de instrumentos transparentes do mercado de capitais.

Vale a pena destacar que, internacionalmente a tentativa de resolver o problema do financiamento da infraestrutura e viabilizar seu desenvolvimento, tem se dado sob a forma de venda de concessões, parcerias público-privadas e Project finance. Entretanto, no que diz

respeito ao financiamento dos projetos, permanece o desafio de aumentar a participação de fontes privadas de recursos. A falta de alternativas privadas adequadas ao financiamento é uma das questões mais críticas para a expansão do setor.

A colocação de títulos privados tem sido incentivada, ainda que os resultados ainda estejam muito aquém do desejado. Destaca-se no caso brasileiro, a promulgação da Lei 12.431, de 24 de junho de 2011, que concede benefícios tributários para aplicações financeiras em títulos emitidos para financiar investimentos em infraestrutura e que será mais detalhada nos próximos capítulos desse trabalho.

Muitos investidores, no entanto, ainda percebem a falta de estruturas de financiamento apropriadas. Somente os maiores investidores têm capacidade para investir diretamente em projetos de infraestrutura. Os fundos de pensão menores, em particular, exigem veículos de investimento combinados, como os fundos de investimento em infraestrutura, mas problemas como as altas taxas, possíveis descasamentos entre a vida útil do ativo e do passivo do fundo e uma grande alavancagem mostram que essas opções de investimento podem não ser adequadas para todos os investidores. No entanto, o mercado está evoluindo para abordar algumas dessas preocupações. Diversos fundos de ações que estão sendo criados agora e ainda não estão listados no mercado estão oferecendo prazos mais longos de investimento.

O financiamento de infraestrutura pode apresentar desafios particulares devido à natureza desses ativos. A seguir, são apresentadas algumas características comuns dos ativos de infraestrutura que os diferenciam de outros ativos (OECD, 2015):

- A necessidade de recursos de longo prazo e em abundância: o investimento inicial nesse setor é muito alto, portanto, há grandes custos iniciais, falta de liquidez e a longa vida útil dos ativos. Esses são os requisitos principais que devem ser analisados ao se pensar em um financiamento para um investimento nesse setor. Além disso, também há a necessidade dos investidores despenderem recursos para entender e estudar os riscos envolvidos e gerenciá-los. Outro ponto de atenção é que os projetos de infraestrutura podem não gerar fluxos de caixa positivos nas fases iniciais, o que pode ser caracterizado por altos riscos e custos; no entanto, eles tendem a produzir fluxos de caixa estáveis quando a instalação de infraestrutura passa para a fase operacional.
- Economias de escala e externalidades: o setor de infraestrutura geralmente inclui monopólios naturais, como estradas ou abastecimento de água, que exibem retornos crescentes de escala e podem gerar benefícios sociais. Embora os pagamentos diretos a um proprietário de um projeto de infraestrutura possam ser inadequados para cobrir os

custos desses projetos, as externalidades indiretas ainda podem ser benéficas para a economia como um todo. Tais benefícios sociais são fundamentalmente difíceis de medir. Mesmo que possam ser medidos, cobrar por eles pode não ser viável ou desejável. Portanto, muitas vezes esse projeto tem que ser financiado pelo governo.

- Heterogeneidade, complexidade e presença de um grande número de partes: as instalações de infraestrutura tendem a ser heterogêneas e únicas em sua natureza, com arranjos legais complexos estruturados para garantir a distribuição adequada de payoffs e compartilhamento de riscos para alinhar os incentivos de todas as partes. A singularidade dos projetos de infraestrutura em termos dos serviços que eles fornecem e sua estrutura e complexidade potencial tornam os investimentos em infraestrutura menos líquidos.
- Opacidade: Os projetos de infraestrutura tendem a não ter transparência devido a estruturas opacas e diversas. Isso também se aplica aos modelos de parcerias público-privadas (PPP). As informações exigidas pelos investidores para avaliar essas estruturas de risco e o mercado de infraestrutura em geral são escassas ou altamente dispersas, criando incertezas. A falta de uma referência clara para medir o desempenho do investimento também é vista por muitos investidores como uma das principais barreiras ao investimento nesse setor. A falta de transparência e dados adequados aumentam os riscos para os envolvidos no financiamento de infraestrutura.

Portanto, as assimetrias de informação potencialmente grandes que podem existir no setor de infraestrutura, juntamente com a natureza de longo prazo do investimento nesse setor, podem levar as partes a se desviar *ex post* das decisões *ex ante* de investimento, um risco que, entre outros, pode impedir o financiamento privado.

Para atrair investidores institucionais para todo o espectro de ativos de infraestrutura, esses ativos precisam ser estruturados como oportunidades atraentes de investimento, fornecendo perfis de risco-retorno que correspondam às expectativas de retorno dos investidores e às estruturas regulatórias. Alguns projetos claramente viáveis comercialmente, normalmente são capazes de atrair financiamento do setor privado. No entanto, para outros projetos em que a taxa de retorno pode ser insuficiente para compensar os investidores do setor privado pelo nível e/ou caráter do risco, várias técnicas e incentivos de mitigação de risco podem ser empregadas para gerenciá-los e/ou melhorar os retornos.

Intervenções do governo para esse fim podem, no entanto, gerar consequências indesejadas, como risco moral e distorções de mercado, que devem ser avaliadas *ex ante* na

elaboração de políticas, na medida do possível. Geralmente, os benefícios esperados de fornecer mitigadores de risco devem ser equilibrados com seus custos, e sua provisão deve servir para complementar as abordagens baseadas no mercado para o financiamento de infraestrutura.

Algumas boas práticas são apontadas pela literatura na hora da realização do investimento nesse setor, como por exemplo, mapear toda a gama de instrumentos financeiros disponíveis para facilitar o investimento, em diferentes estágios do ciclo de vida do projeto e em todo o espectro de risco-retorno, com foco em novas formas de investimento em ações e dívidas. Outro ponto é que deve-se realizar um estudo no momento do investimento para melhorar o entendimento sobre as oportunidades e desafios de instrumentos de financiamento alternativos à dívida tradicional, em diferentes ambientes econômicos e regulatórios e à luz das reformas financeiras em andamento.

Certamente os desafios a serem enfrentados para a expansão dos projetos de infraestrutura não são triviais. Como já dito anteriormente, as peculiaridades desses projetos trazem dificuldades para sua avaliação e financiamento. As grandes questões que se colocam é como tornar os projetos economicamente viáveis e atrativos ao setor privado e como garantir fontes de financiamento adequadas aos investimentos em infraestrutura, cuja expansão da capacidade produtiva é estratégica para o desenvolvimento econômico de um país e o bem-estar social de sua população. Ao longo deste trabalho esse ponto será largamente discutido, buscando apresentar uma das principais medidas adotadas pelo governo brasileiro no sentido de estimular o financiamento e o investimento nesse setor.

Sendo que, segundo um estudo realizado pela OECD (2015) a ação recomendada para entes governamentais é fazer um mapeamento dos mecanismos de mitigação de risco que podem ser utilizados pelo setor público para incentivar o financiamento da infraestrutura pelo setor privado, visando especialmente investidores institucionais (por exemplo, garantias, subsídios, incentivos fiscais, etc.). Essas ações podem ter como objetivo promover um ambiente de investimento mais flexível e/ou mitigar os riscos específicos do projeto para aumentar a capacidade de negociação.

No entanto, é importante ressaltar que historicamente, os investimentos em infraestrutura foram financiados com recursos públicos, dado a natureza do setor, como foi mencionado anteriormente. No Brasil, um importante financiador desses investimentos é o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que é fundamental para o *funding* de longo prazo dos empreendimentos nacionais. Com o aumento dos déficits públicos, da dívida, e às vezes, a incapacidade do governo de realizar gastos de investimento eficientes,

muitas economias acabaram reduzindo o nível de recursos públicos alocados para infraestrutura.

Dessa forma, foi preciso estimular soluções privadas, que, contudo, esbarravam nos limites do próprio mercado de capitais. Portanto, houve a necessidade de adotar medidas que promovessem o desenvolvimento desse mercado. No Brasil, uma das medidas mais significativas foi a criação das debêntures incentivadas de infraestrutura, seguindo, dessa forma, as recomendações da OECD publicadas no estudo de 2015, implementando incentivos fiscais para títulos de investimento em infraestrutura.

Além disso, no caso brasileiro, a redução das taxas de juros básicas ao longo dos últimos anos, também favoreceu o desenvolvimento de instrumentos financeiros privados com foco no longo prazo. O estudo realizado pela OECD (2015) também aponta que o Brasil precisará racionalizar os trâmites burocráticos associados ao processo de contratação de obras e promover o aumento da qualidade dos projetos e da eficiência na execução dos mesmos, já que isto se mostra fundamental para atenuar as incertezas de retorno dos projetos.

Dado as dificuldades do financiamento do investimento nesse setor, que foram apresentadas até agora, este trabalho buscará, nos próximos capítulos, apresentar de forma objetiva os instrumentos e veículos que podem ser utilizados para esse financiamento, sendo que, o foco maior estará nos títulos conhecidos como debêntures incentivadas de infraestrutura. Será buscado explorar essa fonte de financiamento de forma detalhada, apontando as vantagens e desvantagens desse veículo e as formas de incentivar e orientar sua utilização.

1.4. Considerações Finais

Nesse capítulo buscou-se mostrar, a partir de um referencial teórico, os desafios do financiamento dos investimentos e analisar as particularidades do financiamento à infraestrutura. Além disso, também foi discutido o papel fundamental do mercado de capitais neste processo. O objetivo foi estabelecer uma base teórica para auxiliar na contextualização da Lei nº 12.431, de 2011, que buscou estimular o financiamento da infraestrutura no Brasil.

Na primeira seção foi apresentado as principais teorias pós-keynesiana do investimento. Em geral, elas consideram o investimento como uma função autônoma e exógena, em que os fatores expectacionais, a incerteza, a taxa de lucro e a utilização da capacidade instalada, exercem papel fundamental sobre a decisão de investimento. Diferentemente da teoria clássica, em que o investimento seria resultado de um processo de otimização das firmas, desconsiderando as expectativas dos agentes, as incertezas e os efeitos do financiamento sobre

a decisão de investimento, ou seja, este seria uma variável endógena. Assim sendo, para os pós-keynesianos as variáveis financeiras são levadas em consideração, onde excesso de endividamento e alavancagem financeira, podem resultar em um processo de fragilização financeira das firmas, comprometendo seu fluxo de caixa e dificultando seu acesso ao mercado de crédito/ capitais.

Posteriormente, buscou-se mostrar o papel fundamental do sistema financeiro no financiamento do investimento. Este, tem um papel dúbio para o crescimento, já que ao mesmo tempo em que pode estimular um crescimento financeiramente estável, provendo liquidez e instrumentos adequados para a realização do *funding*; pode também ser instrumento de especulação com efeitos prejudiciais para o crescimento do produto e do emprego. Definiu-se também que os países devem, então buscar o que é conhecido como um sistema financeiro funcional, que seria aquele com poder de criação de crédito para atender a demanda de liquidez necessária para realização dos gastos pelos agentes e de oferecer ativos financeiros que viabilizem o *funding* de longo prazo dos investimentos. Assim, esse sistema financeiro permitiria um nível de acumulação superior aquele que seria viável pela simples aglomeração de poupanças prévias.

Na terceira seção buscou-se mostrar que os desafios a serem enfrentados para a expansão dos projetos de infraestrutura não são triviais, já que, as peculiaridades desses projetos trazem dificuldades para sua avaliação e financiamento. Mostrou-se que é fundamental o papel do sistema financeiro para a expansão desses investimentos. O desafio é como tornar os projetos economicamente viáveis e atrativos ao setor privado. A OECD recomenda fazer um mapeamento dos mecanismos de mitigação de risco que podem ser utilizados pelo setor público para incentivar o financiamento da infraestrutura pelo setor privado, visando especialmente investidores institucionais. No Brasil o governo optou por utilizar um mecanismo que concede benefícios tributários para estimular o investimento no setor, através da Lei 12.431/11, nos próximos capítulos será detalhado o funcionamento e os resultados desse instrumento.

Capítulo 2: A Lei 12.431/11 e as Debêntures incentivadas no Brasil

2.1. Introdução

No capítulo anterior foi visto que os investimentos em infraestrutura encontram diversas barreiras para sua efetivação. No Brasil, em particular, há um hiato significativo entre a expansão da oferta de infraestrutura e as ambições de crescimento de longo prazo do país – e mesmo das condições de vida da população. Vimos que a aceleração desses investimentos depende, em parte, da oferta de financiamento. Ainda que o sistema financeiro público tenha historicamente cumprido um papel na atenção desta necessidade, nos últimos anos o setor privado vem ganhando cada vez mais atenção das autoridades brasileiras.

A redefinição do papel das instituições financeiras privadas e do mercado de capitais no financiamento da infraestrutura é um tema em pauta desde meados da década de 2000. Em determinado momento, observou-se que os bancos públicos, principalmente, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), poderiam encontrar limites para levar a cabo o financiamento de grandes projetos de infraestrutura. Com isso, era preciso estimular soluções privadas, que, contudo, esbarravam nos limites do próprio mercado de capitais brasileiro. É em meio a este contexto que as chamadas debêntures de infraestrutura foram concebidas, buscando fornecer uma resposta aos desafios destacados anteriormente.

Esse capítulo tem como objetivo descrever a criação das debêntures de infraestrutura como uma solução potencial para os problemas de financiamento do setor. Discute-se o contexto econômico nos anos que antecedem a promulgação da Lei nº 12.431/11 a partir de diversas perspectivas. Na seção 2.2, o foco será apresentar os motivos e as discussões que levaram à criação da lei. A seção 2.3 discutirá os aspectos mais técnicos da legislação, como seus objetivos, seu desenho institucional e os mecanismos de implementação da medida no mercado. Na seção 2.4 o objetivo será estudar as atualizações que têm sido feitas na lei nos últimos anos e quais atualizações têm sido propostas para aprofundar ainda mais essa ferramenta. A seção 2.5 sintetiza os principais pontos do capítulo.

2.2. Antecedentes: O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro

2.2.1. A evolução dos investimentos e do mercado de capitais entre 2004 e 2008

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro foi limitado pelas altas taxas de inflação doméstica até meados dos anos 1990 (Carvalho, 2010). A incerteza gerada por esse fenômeno encurtava os prazos dos contratos e elevava os prêmios de risco embutidos nas taxas de juros. Com a implantação do Plano Real, a adoção do regime de câmbio administrado e o fim da alta inflação em 1994, a incerteza com relação à evolução dos preços relativos deu lugar à incerteza sobre a trajetória futura das taxas de juros que, em decorrência da frágil situação do balanço de pagamentos no início do plano, sofreu elevações drásticas para deter a fuga de capitais.

A partir de 1999, com a mudança da política macroeconômica, através da adoção do tripé câmbio flutuante, superávit primário e meta de inflação, esperava-se que o ambiente macroeconômico ficasse mais previsível, reduzindo os riscos financeiros. Entretanto, os resultados da inflação e dos indicadores fiscais obtidos nos anos subsequentes não foram positivos, o que manteve elevado o risco de juros. De acordo com Hermann (2011), somente a partir de 2004, com a melhora do cenário externo e a recuperação das contas do balanço de pagamentos, os riscos financeiros de natureza macroeconômica se reduziram, permitindo, portanto, o desenvolvimento mais expressivo do mercado de capitais brasileiro.

No Brasil, um dos principais componentes do mercado de capitais é o mercado de títulos privados, em que os valores mobiliários mais negociados são as debêntures, o foco de interesse deste trabalho. Esse tema será abordado mais profundamente no próximo capítulo.

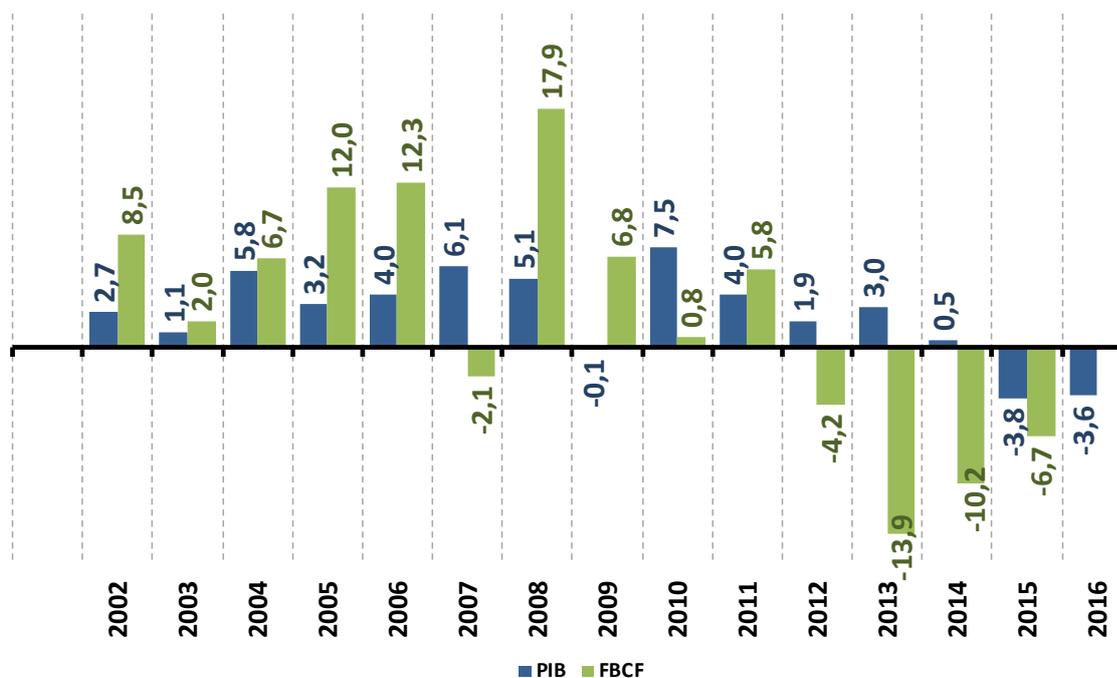
Parte desse avanço pode ser compreendido pela própria elevação da demanda por financiamentos, resultante de um ciclo de expansão de investimentos vivenciado no período. Sabe-se que a taxa de investimento de uma economia é um elemento fundamental para elevar a taxa de crescimento de longo prazo de um país (Puga et al, 2010), uma vez que os investimentos levam à expansão da capacidade produtiva, com efeitos positivos sobre a produtividade e o emprego e a renda. Além disso, como vimos, os investimentos em infraestrutura (como saneamento, transporte urbano e construção residencial) geram, simultaneamente, aumento da competitividade sistêmica da economia e importantes efeitos sociais.

O Brasil viveu um robusto ciclo de investimento na infraestrutura, capaz inclusive de mudar o potencial de crescimento da economia, de 2004 até setembro de 2008, quando houve a falência do banco americano Lehman Brothers, dando origem a uma crise financeira internacional. Esse ciclo teve início com o maior dinamismo da demanda mundial, que impactou positivamente a lucratividade dos setores exportadores e posteriormente se generalizou para os setores mais voltados ao mercado interno e à infraestrutura, tendo sido

acompanhado também pela expansão dos mercados domésticos de crédito e de capitais (Puga et al, 2010).

Esse período foi marcado pelo elevado crescimento do investimento (como pode ser visto no gráfico 1), sendo que isso só foi possível graças a um intenso ajuste nas condições financeiras das empresas, que havia sido feito anteriormente, e ao próprio processo de crescimento econômico. De 2002 a 2004, diante do aumento da demanda mundial, a maior rentabilidade das empresas possibilitou uma redução nos graus de alavancagem. Dessa forma, em 2004, portanto, os indicadores financeiros das empresas encontravam-se bastante sólidos. Em dois anos, as condições para financiar novos investimentos haviam melhorado de forma significativa.

Gráfico 1: Formação Bruta de Capital Fixo – Taxa de variação anual (%)



Fonte: Elaboração Própria com dados do IBGE.

Essa trajetória se beneficiou largamente de um conjunto de condições macroeconômicas favoráveis. A trajetória de inflação foi declinante, as taxas de juros, embora altas, caíram substancialmente, e o crescimento econômico ajudaram a validar e a realimentar um ciclo virtuoso de expansão da economia brasileira.

Outro ponto que favoreceu o investimento privado em infraestrutura foi o avanço no marco regulatório e nos programas de concessões do setor público, especialmente em energia

elétrica e logística. O cenário mundial foi particularmente benéfico ao Brasil, com uma combinação de crescimento da demanda mundial e melhora nos termos de troca para o país. Em meados de 2008, portanto, o Brasil estava no meio de um ciclo de investimentos bastante robusto. Na infraestrutura, estavam em curso grandes projetos nos segmentos de energia elétrica, ferrovias e rodovias.

Contudo, o agravamento da crise internacional que se seguiu à quebra do Lehman Brothers, atingiu o Brasil em um momento chave, quando diferentes setores tinham projetos ambiciosos de expansão da capacidade. Com a deterioração no cenário mundial houve uma brusca interrupção desse movimento. As incertezas quanto ao alcance e à duração da crise agravaram a retração dos investimentos. Como consequência, o mercado de capitais sofreu forte retração, como será visto com mais detalhes na seção 3.3.

2.2.2. O financiamento dos investimentos no Brasil de 2004-2010

O financiamento do ciclo de investimentos no período 2004-2008 seguiu um padrão internacional e conhecido na literatura econômica como *pecking order*³ (Puga et al, 2010). Nesse padrão, o financiamento do investimento ocorre primeiro por meio de lucros retidos, seguido por crédito e, finalmente, pelo mercado de capitais.

A melhora nos indicadores financeiros das empresas a partir de 2004 foi determinante para o início desse ciclo de investimento. Submetidas a um mercado de crédito privado voltado principalmente para operações de curto prazo e a um mercado de capitais pouco desenvolvido, as empresas brasileiras financiaram seus projetos basicamente por meio de lucros retidos, ou seja, autofinanciamento. A recuperação das taxas de lucro no período analisado, como foi mostrado no texto de Puga et al (2010), foi responsável por um primeiro movimento de expansão das inversões.

Segundo dados divulgados por esse estudo publicado pelo BNDES (2010) em 2004 e 2005, o financiamento por meio de lucros retidos respondeu por 57% das necessidades de recursos de longo prazo das empresas. O mercado de crédito como fonte de financiamento de longo prazo cresceu somente a partir de 2006, em um contexto já de maior rentabilidade e melhora na avaliação dos balanços das empresas.

³ Segundo Myers (1984) e Myers & Majluf (1984), o *pecking order* é um modelo de financiamento que define uma hierarquia de fontes de financiamento na qual os recursos internos (i.e., lucros retidos) são utilizados em primeiro lugar, seguido das dívidas e, por último, da emissão de novas ações, sendo uma das principais teorias de estrutura de capital.

Já o mercado de capitais, embora tenha crescido em 2006 e 2007, só passou a ser um componente importante na estrutura de financiamento do investimento à infraestrutura em 2008. O acesso prévio das empresas ao mercado de crédito ajuda a explicar esse desempenho, mostrando um caráter mais de complementariedade do que de substituição entre os dois mercados. (Puga et al, 2010)

A crise financeira internacional, agravada em setembro de 2008 com a quebra do banco Lehman Brothers, levou a uma mudança abrupta no perfil de financiamento das empresas. A redução da rentabilidade das empresas no primeiro semestre e o relativo fechamento dos mercados para emissões externas entre setembro de 2008 e julho de 2009 fez com que fosse necessário o desenvolvimento de novas formas de financiamento. O papel dos bancos públicos foi essencial, em particular do BNDES no financiamento de longo prazo. No entanto, essas instituições não eram suficientes para atender a toda demanda. Nesse contexto, ganha corpo a discussão sobre como estimular a participação do setor privado no financiamento desses investimentos.

Segundo Torres e Macahyba (2012), a questão do fraco desempenho do mercado de capitais, e particularmente do mercado de debêntures no Brasil, sobretudo no financiamento de projetos de investimentos, recebeu particular atenção com a ameaça de recessão trazida pela crise de 2008/2009. No Brasil os efeitos da crise foram menos dramáticos do que em outras partes do mundo, já que o governo passou a estimular de forma anticíclica a expansão da oferta de crédito dos bancos públicos para manter o crescimento. O impacto da desaceleração do crédito por parte dos bancos privados foi em parte compensado pela expansão das operações das instituições públicas. Essa estratégia, porém, originou questionamentos acerca dos seus limites fiscais, já que, para viabilizá-la, o Tesouro Nacional teve que mobilizar fundos de longo prazo através de grandes emissões de títulos da dívida pública.

No Brasil, historicamente, o BNDES é fundamental no *funding* de longo prazo dos empreendimentos nacionais, com destaque para infraestrutura, inovação, microcrédito, pequenas e médias empresas e projetos com responsabilidade ambiental, setores que, historicamente, representam muito risco ao capital privado e com retornos esperados muito incertos. Especificamente no setor de infraestrutura, os desafios ao financiamento são muitos, como apontado no Capítulo 1⁴. Assim sendo, o BNDES tem sido tradicionalmente o grande financiador do setor de infraestrutura no Brasil, devido às condições de financiamento favoráveis que eram oferecidas pelo banco: taxas de juros significativamente mais baixas e

⁴ Ver também Castelo e Dias (2014).

financiamentos a prazos mais longos. Em particular, o banco foi fundamental para a retomada da economia após a crise de 2008: nesse período houve grande aumento no total de desembolsos, que pode ser explicado pelo uso anticíclico do crédito do banco, sendo o setor de infraestrutura um dos grandes beneficiados desse processo⁵.

A utilização do BNDES como principal fonte de recursos para implementação dos projetos de infraestrutura tem forte relação com os altos custos de entrada e saída dos investimentos, longos períodos de maturação, grande estrutura física implantada, incerteza das receitas e pagamento do negócio, em virtude do risco de implementação de grandes obras dos investimentos do setor, além da necessidade de vencimento mais longo das dívidas, o que prejudica a captação por outras fontes.

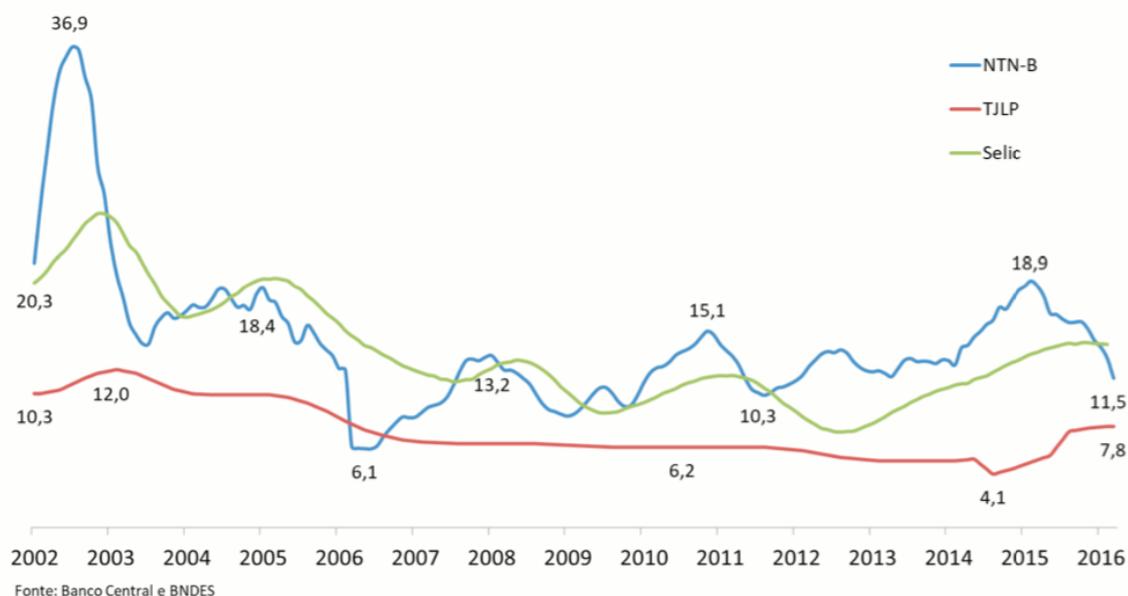
Durante muito tempo o BNDES utilizou a TJLP (Taxa de juros de Longo Prazo) como a taxa de juros de referência de seus empréstimos. Essa taxa era formada independentemente do mercado, sendo determinada pelo Conselho Monetário Nacional, de acordo com a política econômica do governo. Como mostrado por Torres (2018) sua evolução não seguia a taxa de curto prazo fixada pelo Banco Central (SELIC), nem acompanhava a estrutura a termo da taxa de juros, baseada nas taxas cobradas nos títulos de longo prazo do governo federal (NTN-B).

No gráfico 2 pode-se perceber que, entre 2002 e 2016, TJLP foi sempre inferior à SELIC e praticamente em todo o período também foi inferior a NTN-B de 5 anos. Dessa forma, em geral, o custo do BNDES era inferior ao custo de outras instituições públicas, como a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil, que também possuíam políticas específicas de financiamento à infraestrutura, e, principalmente, ao custo dos empréstimos fornecidos pelos bancos privados no país. Inclusive, é interessante notar que uma das principais críticas aos bancos públicos era pautada nas taxas subsidiadas, cujo efeito alegado era de impedir o desenvolvimento do mercado de capitais⁶.

⁵ Na primeira seção do capítulo 3 esse assunto será mais discutido, sendo apresentado também o gráfico 3, com a evolução dos desembolsos do banco entre 2000 e 2019.

⁶ Além disso, devido a frágil situação fiscal, o setor público brasileiro dificilmente conseguirá realizar isoladamente os investimentos em infraestrutura no montante necessário para sanar o *déficit* brasileiro nessa área. Esta constatação não significa, entretanto, que o BNDES não tem nem deverá ter um papel importante no financiamento à infraestrutura.

Gráfico 2: Evolução do custo de um empréstimo Indexado à TJLP, SELIC e NTN-B de 5 anos (2002-2016) – em % ano



Fonte: Torres (2018)

É nesse contexto que o desenvolvimento de fontes adicionais de *funding* de longo prazo para além do BNDES passou a ser considerado como primordial para viabilizar o financiamento dos projetos de infraestrutura. O setor privado ganhou, então, centralidade nesta agenda.

Dessa forma, com esse debate sobre os limites de financiamento via órgãos públicos e o quadro de relativa escassez de recursos, governo e setor privado se reuniram em 2010, quando foram constituídos grupos de trabalho, formados por representante das entidades diretamente envolvidas, para identificar medidas que pudessem desenvolver o mercado de títulos corporativos de longo prazo, em particular, o mercado de debêntures. Esse debate envolveu representantes do governo, do mercado financeiro e do setor industrial sobre o mercado doméstico de títulos corporativos. Entre os principais participantes estavam representantes da CNI (Confederação Nacional da Indústria), FEBRABAN (Federação Brasileira de Bancos); FIESP (Federação das Indústrias do Estado de São Paulo); IEDI (Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial); ITB (Instituto Talento Brasil) e SECOVI (Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação e Administração de Imóveis Residenciais e Comerciais de São Paulo).

O objetivo era buscar um diagnóstico comum e propor os aprimoramentos necessários ao marco regulatório e às regras de tributação para que o mercado de capitais se tornasse um instrumento mais ativo de financiamento do investimento privado. Esses grupos produziram

relatórios que deram origem a diversas de recomendações. Dois documentos do final de 2010 destacam-se como os principais trabalhos publicados. Um deles foi divulgado pela ANBIMA em 2011 (“Proposta para a Ampliação e o Alongamento de Prazos no Mercado de Renda Fixa no Brasil”) e o outro pelo Instituto para Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), em outubro de 2010 (“Financiamento Voluntário de Longo Prazo no Brasil – Análise e Recomendações”). Esse último trabalho parte da constatação de que a combinação de taxa básica de juros elevada e oferta de títulos públicos que oferecem plena liquidez e elevada rentabilidade resulta em uma grande restrição ao desenvolvimento do mercado de capitais e do crédito de longo prazo no Brasil. As emissões desses instrumentos do mercado de capitais passaram a ser vistas como um mecanismo de grande potencial para o atendimento das necessidades crescentes de fundos para investimentos nos setores da indústria e da infraestrutura. Muitas das recomendações feitas por esse estudo foram adotadas no final daquele ano⁷.

Segundo Torres e Macahyba (2012), as medidas anunciadas pelo governo ao final de 2010 objetivavam estimular as emissões de títulos privados corporativos de longo prazo em moeda local. Dessa forma, haveria a atração de investidores nacionais e estrangeiros para essas operações e, com isso haveria também, a ampliação da profundidade dos mercados primário e secundário de títulos de dívida corporativa de longo prazo, suprimindo parcela da demanda das empresas por recursos para o financiamento de seus projetos de investimentos.

Essa iniciativa foi recebida com entusiasmo pelos agentes econômicos, na medida em que promovia a eliminação de algumas “desvantagens competitivas” dos títulos privados frente aos públicos e corrigia algumas imperfeições regulatórias e tributárias que, acreditava-se, constituíam entraves relevantes ao desenvolvimento do mercado de dívida corporativa.

Em 29 de dezembro de 2010, o governo editou a Medida Provisória nº 517, que implementou uma série de medidas destinadas a estimular o mercado de dívida corporativa. Na exposição de motivos da MP, merecem destaque os seguintes pontos:

- O instrumento se propõe a viabilizar a construção de um mercado privado de financiamento de longo prazo: mesmo que o Brasil apresentasse na época boas perspectivas de crescimento econômico, seria necessária a construção de uma nova

⁷ Torres e Macahyba (2012) destacam que o Instituto Talento divulgou dois importantes estudos sobre o funcionamento dos mercados de crédito e de debêntures no Brasil. Algumas das recomendações apontadas neste último documento foram atendidas na Medida Provisória 517, que regulamentou as mudanças anunciadas no final de 2010.

base de financiamento para os projetos de maior maturação, pautada na participação da iniciativa privada como fonte complementar de *funding*;

- Enfatiza-se que o governo e os bancos públicos, principalmente o BNDES, não poderiam continuar como fornecedores quase que exclusivos de recursos de longo prazo; ressalta-se que naquele momento, quase noventa por cento da carteira de crédito com vencimento superior a cinco anos tinha origem em operações de bancos públicos, sendo que só o BNDES era responsável por quase 62% dessa carteira.
- Destaca-se também que o próprio mercado de capitais, que poderia ter atuado como fonte de *funding* complementar ao financiamento dos referidos projetos, apresentava uma captação primária muito pouco expressiva, girando em torno de 2,5% a 3% do Produto Interno Bruto - PIB, e com um mercado de títulos de dívida eminentemente concentrado em operações de curto e médio prazo e indexadas a índices de juros de curtíssimo prazo, principalmente a taxa DI .

Assim, considerava-se necessária a adoção de medidas que incentivassem o surgimento de um mercado de financiamento privado de longo prazo; este incentivo foi concebido de forma a não estar focado somente no barateamento de novas emissões, mas também no desenvolvimento dos mercados secundários; considera-se que a factibilidade de negociação dos títulos e a possibilidade de acompanhamento da precificação dos ativos era tão importante quanto as condições de emissão no mercado primário.

A referida Medida Provisória trouxe, então, um conjunto de incentivos tributários para instrumentos de financiamento de longo prazo, que detalharemos na próxima seção. Em 24 de junho de 2011, a MP foi convertida na Lei nº 12.431.

2.3. A Lei 12.431: Objetivos, desenho institucional e mecanismos de implementação

Como vem sendo mostrado ao longo desse trabalho, a Lei nº 12.431, de 2011, promulgou um conjunto de medidas destinadas a estimular as emissões de títulos privados corporativos de longo prazo em moeda local. Os dispositivos introduzidos na legislação visavam ampliar a base de investidores nacionais e estrangeiros nesses títulos, tanto no mercado primário quanto no mercado secundário. Com isso, esperava-se suprir parcela da demanda das empresas por recursos para o financiamento de seus projetos de investimentos e também consolidar um mercado de ativos de longo prazo no país.

A Lei recorre à introdução de incentivos fiscais para os investidores que viessem a adquirir os títulos corporativos a ela associados. Para a concessão dos benefícios, era necessário

que os recursos captados por meio dos títulos ou valores mobiliários fossem alocados exclusivamente em projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, desenvolvimento e inovação.

A lei contempla em seu artigo 1º a concessão da isenção de imposto de renda para não residentes do Brasil, apurado conforme os rendimentos (juros e ganhos de capital) produzidos por títulos corporativos vinculados a projetos de investimento. O que, conforme destacado por Torres e Macahyba (2012), elimina um tratamento assimétrico dos ativos privados em relação aos títulos públicos que já durava seis anos⁸. O benefício aplicava-se a ativos adquiridos a partir de janeiro de 2011, por meio de compra direta ou de aplicação em fundos de investimento exclusivos para não residentes que possuíssem no mínimo 98% da carteira aplicada nos ativos elegíveis.

No artigo 2º da lei, a isenção do imposto de renda também foi estendida aos investidores nacionais, porém aplicava-se a um rol bem mais limitado de ativos elegíveis. Num primeiro momento, estavam contempladas somente as debêntures emitidas por Sociedades de Propósito Específicas (SPE)⁹, que tivessem por objetivo levar a cabo projetos de investimentos nas áreas de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados prioritários pelo Governo Federal. Esses instrumentos ficaram conhecidos como as “debêntures incentivadas de infraestrutura” ou meramente “debêntures de infraestrutura” no jargão de mercado.

Para as Pessoas Físicas e investidores não residentes, a alíquota de imposto de renda foi zerada (Tabela 1). No caso das Pessoas Jurídicas a alíquota foi fixada em 15%. Inicialmente, o benefício para os investidores residentes valeria para os papéis emitidos entre janeiro de 2011 e dezembro de 2015, porém, como veremos na próxima seção, esse prazo foi postergado em outras ocasiões. Além disso, a isenção seria aplicável aos rendimentos auferidos por cotistas de fundos de investimento que tivessem no mínimo 85% do valor do patrimônio líquido aplicado nas debêntures de infraestrutura.

⁸ Antes dessa Lei, investidores não residentes tinham benefício fiscal para aquisição de títulos públicos, mas não para títulos privados. Esse tratamento assimétrico fazia com que fosse mais vantajoso financeiramente a aquisição dos títulos públicos e desestimulava a aquisição de títulos privados.

⁹ Ou sua controladora, caso a SPE fosse constituída sob a forma de sociedade por ações.

Tabela 1: Resumo dos benefícios tributários da Lei nº 12.431, de 2011

Resumo Lei 12.431/11		
Art.	Tipo	Benefício
Art. 1º	Projetos de Investimento	0% de IR para não residentes
Art. 2º	Títulos emitidos por SPE para projetos prioritários em Infraestrutura *, pesquisa, desenvolvimento ou inovação	0% de IR para não residentes 0% de IR para residentes PF 15% de IR para residentes PJ
* cotistas de fundos de investimento que tiverem no mínimo 85% do valor do patrimônio líquido aplicado nas debêntures de infraestrutura também tem direito à isenção		

Fonte: Elaboração Própria.

Para serem elegíveis ao benefício, as debêntures incentivadas deveriam dispor de algumas características específicas:

- i) Remuneração por taxa de juros pré-fixada ou vinculada a índice de preço ou à Taxa de Juros Referencial (TR), sendo vedada a utilização de taxas de juros pós-fixadas;
- ii) Prazo médio ponderado mínimo de quatro anos;
- iii) Vedação à recompra do papel pelo emissor nos dois primeiros anos após sua emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento;
- iv) Inexistência de compromisso de revenda pelo comprador;
- v) Intervalo mínimo de pagamento periódico de rendimentos, caso existente, de 180 dias;
- vi) Ter registro e negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Essas características seriam importantes para promover a emissão de ativos alinhados ao objetivo do desenvolvimento do mercado de capitais, desvinculado esses ativos da lógica curto prazista prevalecente, e à tentativa de fornecer uma fonte de recursos viável e mais estável para os emissores – por exemplo, por não estar sujeita à volatilidade das taxas de juros indexadas.

A Lei 12.431 criou também, através do artigo 4º, os Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e em Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovações (FIP-PD&I). Esses fundos devem aplicar no mínimo 90% de seus patrimônios em ativos (dívidas ou ações) emitidos por sociedades de propósito específicas que sejam vinculadas a projetos de seus setores.

Além dessas questões, a Lei também eliminou entraves legais e tributários que afetavam o mercado secundário de debêntures, como o problema da bitributação¹⁰ dos rendimentos

¹⁰ Outra medida tomada pelo governo foi a publicação do Decreto nº 7.487/11, que atendeu a uma antiga demanda do mercado financeiro pela eliminação do IOF de curto prazo incidente sobre a negociação de ativos com prazos inferiores a 30 dias. Segundo Torres, Machayba (2012) o IOF funcionava como inibidor para a

periódicos e algumas restrições sobre emissões e recompra de papéis previstas na Lei das S.A.¹¹ Em especial, a questão tributária era de suma importância, como apontam Torres e Macahyba (2012, p. 57):

“O artigo 5º acabou com uma grave distorção existente na legislação do Imposto Renda incidente no pagamento de cupons. Até então, se o investidor adquirisse no mercado secundário um título que pagasse rendimentos periódicos seria penalizado pela bitributação do rendimento, já que o imposto era recolhido pro rata tempore no momento em que o papel trocava de proprietário e novamente, pelo seu valor integral, na data do pagamento do cupom, em geral realizado semestralmente pelo emissor”.

Assim, ainda que a agenda debatida em 2010 não tenha sido integralmente incorporada pela Lei em questão, vários pontos podem ser considerados avanços importantes, tanto de ponto de vista dos emissores, quanto do mercado. Entretanto, a efetiva implementação da medida ainda demorou, uma vez que dependia de toda uma regulamentação complementar.

A definição sobre o processo de aprovação de projetos financiáveis pelas debêntures incentivadas pelos ministérios só ocorreu em novembro de 2011¹². Nesta ocasião, o governo estabeleceu os setores da infraestrutura cujos projetos poderiam contar com recursos incentivados, sendo delegada aos respectivos ministérios setoriais a responsabilidade por avaliar a elegibilidade de cada projeto.

Os setores definidos originalmente como prioritários eram:

- (i) Logística e Transporte;
- (ii) Mobilidade Urbana;
- (iii) Energia;
- (iv) Telecomunicações;
- (v) Radiodifusão;
- (vi) Saneamento Básico; e
- (vii) Irrigação.

As portarias ministeriais, por sua vez, só começaram a ser editadas em janeiro de 2012. Nesse momento, essas portarias ainda se ocupavam de estabelecer os ritos para aprovação dos projetos, muitas vezes descoordenados entre os Ministérios e Secretarias. O Ministério dos

liquidez na medida em que eliminava a possibilidade de ganhos de arbitragem em operações de compra e venda de curto prazo. Posteriormente, o governo também alterou a norma para deixar claro que o imposto só havia sido zerado para operações envolvendo títulos privados com características de longo prazo, como debêntures, letras financeiras, CRI e alguns ativos do agronegócio, como CDCA, CRA e LCA. Os certificados de Depósito Bancário (CDB), por exemplo, não foram contemplados pela medida.

¹¹ Lei nº 6.404, de 1976.

¹² Decreto nº 7.603, de 9 de novembro de 2011.

Transportes foi o primeiro a ditar as normas, seguido pela Secretaria de Aviação Civil e pelo Ministério de Integração Nacional. O Ministério das Comunicações, por exemplo, só editou sua norma em julho de 2012 e o Ministério das Cidades em setembro deste ano. A Tabela 2 reúne as principais informações sobre as portarias ministeriais.

Tabela 2: Portarias Ministeriais (até 2017)

Portarias Ministeriais			
Data	Ministério	Nº da Portaria	Setor
27/01/2012	Ministério dos Transportes	Nº 009	Transporte
23/01/2012	Secretaria de Aviação Civil	Nº 18	Aviação Civil
15/02/2012	Ministério da Integração Nacional	Nº 76	Logística
02/03/2012	Ministério de Minas e Energia	Nº 90	Energia
07/03/2012	Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação	Nº 181	Pesquisa, desenvolvimento e inovação
05/07/2012	Ministério das Comunicações	Nº 330	Telecomunicação e Radiofusão
25/09/2012	Ministério das Cidades	Nº 481	Saneamento básico
23/11/2012	Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação	Nº 868	Pesquisa, desenvolvimento e inovação
27/05/2013	Ministério de Minas e Energia	Nº 177	Energia
12/06/2013	Ministério de Minas e Energia	Nº 206	Energia
31/10/2013	Ministério de Minas e Energia	Nº 390	Energia
21/01/2014	Ministério das Cidades	Nº 18	Saneamento básico
08/05/2014	Ministério das Cidades	Nº 252	Infraestrutura Portuária
02/10/2015	Secretaria de Portos	Nº 404	Infraestrutura Portuária
03/02/2016	Ministério das Cidades	Nº 38	Mobilidade Urbana
24/10/2016	Ministério de Minas e Energia	Nº 505	Energia
24/10/2016	Ministério de Minas e Energia	Nº 506	Energia
27/06/2017	Ministério de Minas e Energia	Nº 245	Energia
06/09/2017	Ministério das Cidades	Nº 532	Mobilidade Urbana
13/09/2017	Ministério de Minas e Energia	Nº 364	Energia

Fonte: Elaboração Própria com dados da ANBIMA

A demora na edição da regulamentação complementar fez com que o ano de 2011 tenha se encerrado sem que tenha ocorrido uma única emissão no âmbito do novo marco regulatório. O atraso e as dificuldades enfrentadas pelo governo na normatização dessas medidas criaram um efeito colateral negativo. As emissões destinadas a investidores estrangeiros, embora o incentivo tributário não demandasse a aprovação prévia de projetos da parte do setor público, também foi afetada. Na prática, a necessidade de aprovação formal de projetos por parte do governo foi, muitas vezes, entendida como um requerimento geral.

Já a partir dessa demora começam a surgir propostas de alterações para que esse mecanismo fosse plenamente utilizado pelas empresas e assim, conseguisse atingir seus objetivos. Na próxima seção serão abordadas as principais críticas que foram feitas à Lei e detalhadas as alterações que ela sofreu após sua aprovação em 2011.

2.4. Atualizações da Lei nº 12.431/2011

Além da publicação da lei 12.431, o Governo editou outras regras específicas para tratar de questões pontuais, que estavam, direta ou indiretamente, relacionadas ao objetivo de ampliar a oferta de recursos de longo prazo para o financiamento dos investidores. Entre elas, pode-se destacar:

- A inclusão dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)¹³ e dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC)¹⁴ nos benefícios auferidos pela 12.431. Isso se deu em prosseguimento ao esforço de desenvolver o mercado de títulos privados de maturação mais longa feito pela Lei. Esses dois valores mobiliários teriam o mesmo tratamento tributário dos outros descritos na Lei, se emitidos com lastro em títulos ou valores mobiliários adquiridos a partir de 2 de janeiro de 2011, ao amparo dos artigos 1º e 2º da Lei 12.431/11. Como instrumento de securitização alternativo à emissão de CRI, os FIDC também foram adicionados aos benefícios da Lei 12.431 por poderem ser direcionados à aplicação em recebíveis originários de operações realizadas em diversos setores econômicos, inclusive em projetos de infraestrutura. Sendo que, os FIDC para terem direito ao benefício devem se constituir exclusivamente sob a forma de condomínio fechado, devendo o originador da carteira ser instituição não financeira. Além disso, a rentabilidade esperada também deve ser referenciada em índice vinculado à taxa de juros prefixada, à variação de preço ou à taxa referencial (TR). Defendeu-se na exposição de motivo da medida provisória que essas captações tendem a ser mais adequadas às pessoas jurídicas de médio e pequeno porte.
- Em 9 de julho de 2014 foi aprovada a MP nº 651 cuja principal contribuição foi a extensão do prazo da Lei 12.431, que anteriormente era até 31 de dezembro de 2015 para 31 de dezembro de 2020. Os principais motivos apontados para essa prorrogação de prazo foram o fato do benefício tributário concedido pela lei estar viabilizando o investimento de diversos projetos considerados prioritários pelo governo e o fato do Brasil ainda não ter alcançado um nível satisfatório de desenvolvimento em termos de infraestrutura. Além disso, dado a conjuntura macroeconômica em 2014 havia urgência em medidas que visassem aprofundar e desenvolver o mercado de capitais, que como já

¹³ Ocorreu através da promulgação da Medida Provisória (MP) nº 563, em 3 de abril de 2012, que posteriormente foi convertida na Lei nº 12.715 em 17 de setembro de 2012.

¹⁴ Em 28 de dezembro de 2012 houve a promulgação de outra Medida Provisória, a MP nº 601, que foi convertido na Lei nº 12.844 em 19 de julho de 2013.

foi mencionado, é uma importante fonte de recursos para investimentos de longo prazo e conseqüente crescimento do país. Outro ponto primordial para a decisão da postergação da Lei foi o fato das decisões de investimento por parte dos atores do mercado financeiro e de capitais serem afetadas pela dinâmica do processo de financiamento nos anos subsequentes. Então, foi-se necessário deixar claro que os estímulos ao desenvolvimento do financiamento de longo prazo estarão presentes no momento da futura emissão do valor mobiliário ou do investimento de seus recursos.

- A alteração mais recente na 12.431 foi dada então pela conversão dessa MP nº 651 na Lei nº 13.043, aprovada em 13 de novembro de 2014. Essa lei foi responsável por incluir os Fundos Soberanos que realizem operações financeiras no país, e também por alterar novamente o prazo para os benefícios auferidos pela Lei 12.431, que passou para 31 de dezembro de 2030.

Também ocorreram atualizações no decreto 7.603, de 9 de novembro de 2011, que é responsável por regulamentar as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários nas áreas de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação. As principais alterações impostas a esse decreto foram dadas pelo decreto 8.874, de 11 de outubro de 2016, que foi responsável pela vinculação com o Programa de Parcerias de Investimentos da Presidência da República (PPI) e o decreto 10.387, de 5 de junho de 2020, que dispõe sobre incentivo ao financiamento de projetos de infraestrutura com benefícios sociais e ambientais.

Essas alterações na lei original foram mecanismos utilizados pelo governo para tentar aperfeiçoar os benefícios concedidos pela lei e colaboraram para o início das emissões, que como foi visto anteriormente, começaram a ser feitas somente em 2012.

2.5. Considerações Finais

No presente capítulo, analisamos a criação das debêntures incentivadas de infraestrutura como um instrumento com dois objetivos interligados: viabilizar o financiamento de projetos de investimento de infraestrutura e promover o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

No início do capítulo buscou-se contextualizar o período entre 2004 e 2010 no que diz respeito a evolução dos investimentos e dos meios de financiamento. Foi visto que os bancos públicos, principalmente, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

(BNDES), poderiam não ser suficientes para o financiamento de grandes projetos de infraestrutura. Assim sendo, novas soluções tiveram que ser encontradas, um dos principais caminhos foi estimular soluções privadas, que, contudo, esbarravam nos limites do próprio mercado de capitais brasileiro.

Dessa forma, a Lei nº 12.431, de 2011, introduziu um conjunto de medidas destinadas a estimular as emissões de títulos privados corporativos de longo prazo em moeda local. Seu principal objetivo era ampliar a base de investidores nacionais e estrangeiros para essas operações, atuando tanto na oferta primária, quanto no mercado secundário desses títulos; e com isso, suprir parcela da demanda das empresas por recursos para o financiamento de seus projetos de investimentos, em particular, em infraestrutura.

A estratégia adotada baseou-se na concessão de isenção de imposto de renda para investidores não residentes no Brasil quanto aos rendimentos produzidos por títulos corporativos vinculados a projetos de investimento. Já para títulos emitidos por Sociedades de Propósito Específico (SPE) para projetos prioritários em infraestrutura, pesquisa, desenvolvimento ou inovação a lei concedeu redução da alíquota do imposto para Pessoas Jurídicas residentes no país, que passou a ser de 15%, e para as Pessoas Físicas residentes e os não residentes a alíquota passou a ser 0%.

No geral, a lei foi avaliada de forma bastante positiva pelos principais agentes do mercado, mas encontrou alguns percalços em sua implementação. Vale pontuar, porém os principais objetivos almejados pela medida:

- Viabilizar o financiamento de projetos de investimentos, em especial, de investimentos em infraestrutura, pelos emissores em prazos, volumes e condições adequados;
- Aprofundar o mercado primário de debêntures com base em ativos com vencimentos mais longos e remuneração não atrelada integralmente a taxas pós-fixadas, criando um perfil mais atrativo aos emissores e alternativo ao crédito bancário público;
- Permitir o desenvolvimento dos mercados secundários a partir do aperfeiçoamento das normas tributárias e da pulverização das emissões entre diferentes investidores, o que teria importantes consequências para o processo de precificação e a negociação desses ativos.

O próximo capítulo se dedica a analisar se a Lei foi eficaz, alcançando esses objetivos propostos e também mostrará a evolução desse instrumento e do mercado de capitais brasileiro ao longo desses 9 anos que está em vigência.

Capítulo 3: Uma análise das debêntures incentivadas de infraestrutura no Brasil (2011-2019)

3.1. Introdução

Como foi visto no capítulo anterior, a Lei 12.431/11 teria três objetivos principais: viabilizar o financiamento de projetos de investimento, principalmente em infraestrutura; criar uma alternativa ao crédito bancário, aprofundando o mercado de debêntures e desenvolver o mercado secundário aperfeiçoando as normas tributárias. Neste capítulo será buscado mostrar se a medida teve êxito em cumprir esses objetivos.

Para isso serão utilizados dados de diversas fontes, como do boletim de mercado de capitais, da ANBIMA; do boletim informativo de debêntures incentivadas, divulgado pelo Ministério da Economia; dados macroeconômicos fornecidos pelo IBGE e Banco Central do Brasil; dados do BNDES; dados de financiamento da economia brasileira do CEMEC, entre outros. A grande maioria desses dados é atualizada mensalmente e analisaremos o período de 2011, quando a Lei foi aprovada, até 2019, último ano fechado com dados disponíveis.

O objetivo do capítulo será discutir a evolução das debêntures incentivadas de infraestrutura ao longo dos seus anos de vigência sob diferentes perspectivas, como o volume e o número de emissões, as portarias autorizadas, o perfil das emissões, entre outros aspectos. A partir disso será possível traçar o comportamento desse instrumento e a avaliar sua efetividade para alcançar os objetivos propostos.

Além dessa introdução o capítulo possui outras cinco seções. Na próxima seção será feita uma contextualização macroeconômica do Brasil no período anterior e posterior à implantação da Lei. Na terceira seção serão analisados os dados relativos ao mercado de debêntures brasileiro, mostrando os principais conceitos relacionados a esses títulos e sua evolução nos últimos anos. Na quarta seção será feito um exercício similar ao da seção anterior, porém com foco nas debêntures incentivadas. Na quinta seção continuará sendo feita uma análise dos resultados da Lei nº 12.431, no entanto, o foco será no mercado secundário, que como já foi mencionado, é um fator fundamental para o desenvolvimento desse mercado. A sexta e última seção apresenta as considerações finais e conclui o capítulo.

3.2. Contexto Macroeconômico

O comportamento da economia brasileira na década de 2000 pode ser explicado como a transição entre dois períodos, sendo a eleição de Luís Inácio Lula da Silva, em 2003, um marco:

acaba a era da chamada “instabilidade inibidora do desenvolvimentismo” e começa um período chamado de “social desenvolvimentismo embrionário” (BARBOSA, 2010). O período é marcado por diversos choques internacionais e crises no front externo, mas, mesmo assim, foi possível crescer a taxas mais elevadas do que as décadas anteriores. Após um momento inicial de grande turbulência, as taxas de juros e de inflação foram paulatinamente reduzidas. Com a aceleração do crescimento, houve também uma expansão relevante dos investimentos, que foi suficiente para pressionar as fontes tradicionais de financiamento existentes no país por novas soluções.

O final da década de 2000 é marcado pela crise financeira internacional de 2008-9 e pela aparente ruptura com a dinâmica anterior. Entretanto, a contundente resposta anticíclica do governo brasileiro na ocasião logrou êxito em assegurar uma rápida recuperação da economia e sustentar, ainda que parcialmente, a realização de projetos de investimento essenciais. A transição entre os anos 2000 e 2010 parecia, então, indicar que seria possível que a economia brasileira ingressasse numa trajetória de investimento sustentada e, como analisado no capítulo anterior, foi na esteira desse processo que foi gestada a Lei nº 12.431, de 2011.

Tabela 3: Dados Macroeconômicos: PIB (Produto Interno Bruto) a preços de mercado – Taxa acumulada em 4 trimestres (%); Taxa de Juros - Meta Selic, definida pelo Copom (%) – Fechamento do ano e IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo: Variação acumula

Tabela Dados Macroeconômicos (2000 - 2019)			
Ano	PIB Anual	IPCA	Meta Selic
2000	4,4	6,0	15,8
2001	1,4	7,7	19,0
2002	3,1	12,5	25,0
2003	1,1	9,3	16,5
2004	5,8	7,6	17,8
2005	3,2	5,7	18,0
2006	4	3,1	13,3
2007	6,1	4,5	11,3
2008	5,1	5,9	13,8
2009	-0,1	4,3	8,8
2010	7,5	5,9	10,8
2011	4	6,5	11,0
2012	1,9	5,8	7,3
2013	3	5,9	10,0
2014	0,5	6,4	11,8
2015	-3,5	10,7	14,3
2016	-3,3	6,3	13,8
2017	1,3	3,0	7,0
2018	1,3	3,8	6,5
2019	1,1	4,3	4,5

Fonte: Elaboração Própria com dados do IBGE e Banco Central do Brasil

A década de 2010, porém, reservava desafios difíceis de serem antecipados. O governo de Dilma Rousseff (2011-2016), pode ser dividido em dois momentos: o primeiro mandato teria sido “industrialista” e segundo o de “austeridade” (MELLO; ROSSI, 2017). No início do primeiro mandato foi adotado um conjunto de medidas com objetivo de impulsionar o crescimento econômico, ao mesmo tempo que se optou por uma política fiscal mais restritiva. Mello e Rossi (2017) mostram que no lado fiscal o governo Dilma manteve as políticas sociais e mudou a composição dos gastos públicos, que ao invés de focarem nos investimentos públicos passaram para os subsídios e remunerações (renúncias fiscais). Esses autores defendem que além de ser pouco eficaz, essa estratégia piorou a arrecadação fiscal. Do lado monetário, o controle inflacionário passa a ser com controle dos preços administrados, com o objetivo de baixar os juros e assim, estimular o investimento privado. Esses autores destacam que, na

prática as políticas do governo Dilma representam uma inversão com relação as políticas do governo Lula, já que o investimento público passa a ter importância reduzida.

Após a reeleição de Dilma Rousseff, em 2015, a política econômica do Governo mudou drasticamente com a implementação do ajuste fiscal pelo lado dos gastos públicos, entendido como pré-condição para a retomada da confiança dos agentes econômicos. No entanto, os esforços de ajuste fiscal fracassaram, devido à forte queda da arrecadação em 2015, fazendo com que o Ministério da Fazenda revesse suas metas fiscais. Devido à recessão e ao aumento dos pagamentos de juros, o déficit nominal público aumentou ainda mais. Em 2016 a disseminação da crise política praticamente paralisou as ações do governo, impossibilitando a adoção de qualquer agenda de política econômica até o impeachment da presidente Dilma Rousseff em agosto deste ano.

Michel Temer iniciou seu mandato e implementou mudanças substanciais na política econômica, como um reforço no funcionamento do tripé macroeconômico com uma política conservadora, uma taxa de câmbio flutuante com pouca interferência do BCB no mercado de câmbio. Além disso, ocorreu a adoção de um teto para os gastos públicos por meio da “Emenda Constitucional nº 95”, essa medida proibiu que os gastos públicos sejam aumentados em termos reais por vinte anos.

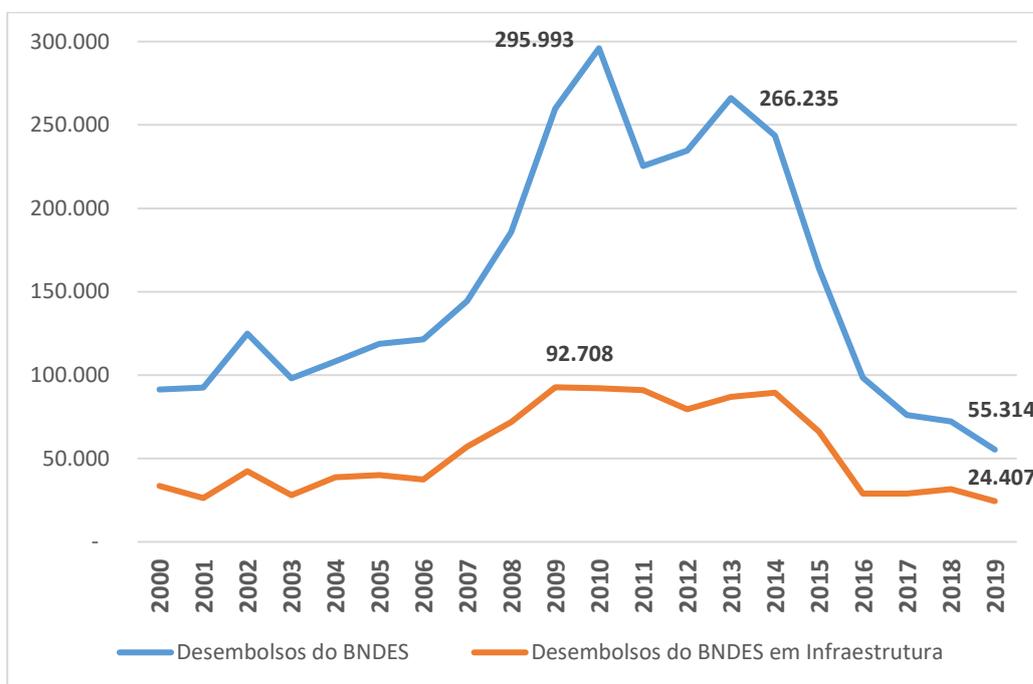
Houve também a redução do papel do BNDES no financiamento de longo prazo da economia. Como pode-se perceber no Gráfico 3, até 2013 houve crescimento do volume de desembolso do BNDES, seguido de uma queda brusca. Torres e Macahyba (2014) ressaltam que entre 2003 e 2013 o mercado de crédito brasileiro foi um dos que mais se expandiu em todo o mundo. Durante esse período ocorreu um aumento expressivo na oferta de crédito doméstico através do volume de crédito concedido às pessoas jurídicas e nos desembolsos do BNDES. De acordo com Teixeira Filho (2017), o BNDES tem sido o principal financiador de longo prazo das empresas não financeiras do Brasil, com atuação em quase todos os principais setores. Segundo Torres e Macahyba (2012), em 2009, o banco de desenvolvimento respondeu por mais de dois terços de todos os empréstimos bancários com mais de 5 anos realizados no país.

Como pode ser visto no Gráfico 3, os desembolsos do BNDES apresentam forte crescimento a partir de 2003, atingindo o valor máximo em 2010, decrescendo acentuadamente a partir de 2015, atingindo em 2017, valores similares aos de 2003 e em 2019 tendo o menor valor da série analisada. Pode-se perceber que os desembolsos do BNDES em infraestrutura também seguem uma tendência similar.

A análise dos dados de desembolsos do BNDES é fundamental para o entendimento da evolução do mercado de capitais como um todo e também das debêntures incentivadas em

particular. Como já foi mostrado nesse trabalho, historicamente o BNDES foi essencial para o financiamento da infraestrutura no Brasil. Entretanto, esses investimentos não estavam sendo estimulados no volume necessário e o país persistiu com um grande déficit nesse setor. A implantação das debêntures incentivadas em 2011 veio como uma forma de suprir a queda de recursos fornecidos pelo banco, que como pode ser visto no Gráfico 3, começou a ocorrer de forma mais abrupta a partir de 2013. Nas próximas seções serão analisados os dados referentes a evolução das emissões e volume das debêntures e também será mais debatida essa relação entre esses títulos e o BNDES.

Gráfico 3: Volume de Desembolsos do BNDES (Total e em Infraestrutura) – R\$ Milhões constantes de 2019* (2000 – 2019)



Fonte: Elaboração Própria com dados do BNDES. (*) Deflator Implícito do PIB.

Para concluir a contextualização macroeconômica pode-se mostrar que, embora a economia tenha voltado a crescer após o período 2014-2016, com crescimento de 1,3% em 2017, e também em 2018, uma prolongada insuficiência de demanda permanece. Sicsu (2019) destaca que se for feita uma comparação entre os períodos de recessão dos anos 80 e 90, com o momento atual, os anos de recuperação após momentos de recessão costumavam apresentar significativas taxas de crescimento e formação bruta de capital fixo. No entanto, não é isso que vem sendo observado no período recente, o crescimento do triênio 2017-2019 não conformou uma trajetória de recuperação, já que a taxa de crescimento do período foi muito menor do que nos

períodos posteriores das outras recessões observadas no referido estudo. Além disso, os impulsos que ocorreram para explicar o crescimento foram temporários. Assim, segundo esse autor, o que ocorreu nesses anos não foi simplesmente uma recuperação lenta, mas sim um suspiro que ocorreu dentro da depressão, que ainda pode-se estar vivendo. O crescimento nesses anos não teria significado, então, uma recuperação rumo à expansão.

Portanto, segundo Sicsu (2019) a crise brasileira se mantém. O produto está distante do que foi observado na média dos anos 2000. A taxa de desemprego está muito elevada e não dá sinais de redução consistente. Sendo o investimento (tanto público, como privado) um dos principais fatores responsáveis pela composição do produto, é de suma importância que ele seja estimulado para que o país recupere seu crescimento. O setor de infraestrutura brasileiro, se comparado com países com o mesmo nível de desenvolvimento, possui um grande déficit e necessita ampliação e modernização. Com a menor participação do BNDES, o governo buscou meios de ampliar a participação dos investidores privados para aumentar o financiamento desse setor. A promulgação da Lei 12.431/11 foi um grande avanço na direção de expandir os investimentos em infraestrutura. Nas próximas seções serão feitas análises descritivas dos principais indicadores relacionados a esses títulos. A próxima seção analisará o mercado de debêntures brasileiro e as seções 3.4 e 3.5 serão focadas no estudo das debêntures incentivadas.

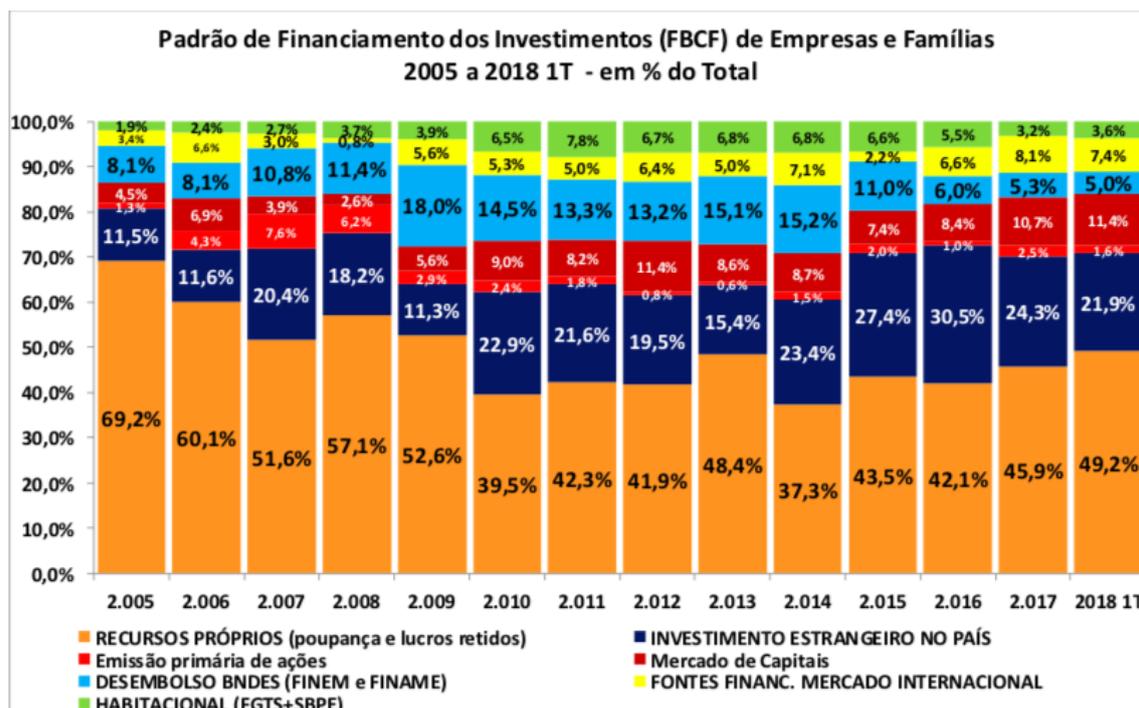
3.3. A evolução recente do mercado de debêntures

Frequentemente as empresas necessitam de recursos, seja para a realização de novos projetos de investimento, pagamento de dívidas ou aumento de capital de giro. Elas podem se valer de recursos próprios, via geração interna de fluxos de caixa positivos ou retenção de lucros, entretanto, para dar maior fôlego a suas operações podem recorrer a terceiros. Neste caso, as empresas têm a opção de realizar a emissão de ações e/ou utilizar mecanismos de assunção de dívidas (Andima, 2008). Essas dívidas podem tomar a forma de debêntures, notas promissórias, *export notes*, fundos de investimentos, recebíveis imobiliários, empréstimos bancários ou financiamentos etc. Dependendo de sua natureza, as dívidas podem ser assumidas mediante ou não da intermediação bancária e com ou sem a emissão de títulos (Andima, 2008).

No caso brasileiro, o padrão de financiamento dos investimentos tem sofrido alterações ao longo dos últimos anos. O “Relatório Trimestral de Financiamento de Investimentos na Economia Brasileira”, divulgado pelo Centro de Estudos de Mercado de Capitais (Cemec) em 2018, apresentou as estimativas desses indicadores no período de 2000 até o primeiro trimestre de 2018.

O relatório mostra que os recursos próprios são a principal fonte de financiamento do investimento brasileiro, sendo responsável por 49,2% do total no primeiro trimestre de 2018 (Gráfico 4). Em seguida aparecem os investimentos estrangeiros no país, com 21,9% do total e em seguida o mercado de capitais, com 11,4% do total nesse período.

Gráfico 4: Padrão de Financiamento dos Investimentos (FBCF) de Empresas e Famílias (2005 a 2018 1T) – em % do Total



Fonte: CEMEC.

É possível perceber que a participação do BNDES foi a que apresentou maior variação nos últimos anos. Observa-se que 2009 foi o ano em que essa participação atingiu seu máximo, chegando em 18%, refletindo o aumento nos desembolsos do banco para mitigar os efeitos da crise internacional no Brasil. Analisando o período posterior, de 2010 a 2014, nota-se que a participação média do BNDES foi de 14,3%. No entanto, esse número se reduziu para apenas 5% no 1T 2018, refletindo o reposicionamento do banco descrito na seção anterior¹⁵.

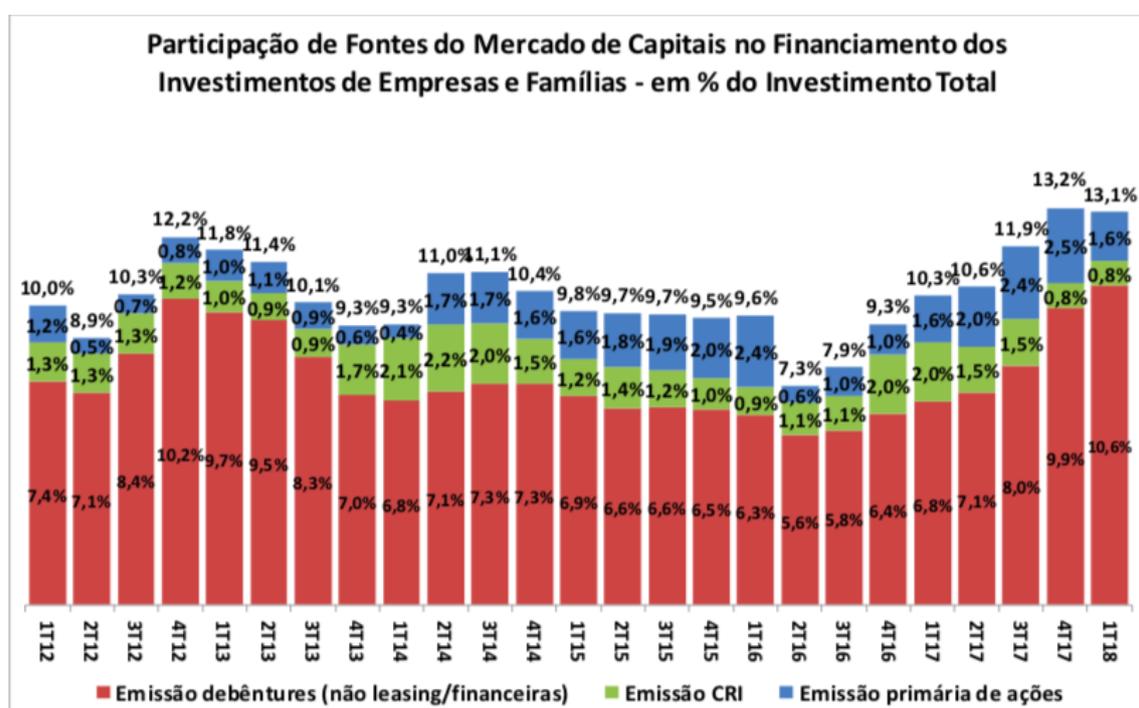
Por outro lado, os recursos fornecidos pelo mercado de capitais vêm crescendo, e a participação dessa modalidade de financiamento vêm aumentando nos últimos anos. Em 2017 a soma dos recursos do mercado de capitais com as emissões primárias de ações foi de 2,5% no

¹⁵ O estudo do Cemec (2018, p.4) chama a atenção para a reversão das Transferências do Tesouro, que somaram mais de R\$ 400 bilhões no período de 2010 a 2014. Além disso, também teriam ocorrido mudanças nas políticas operacionais do BNDES e redução da demanda de financiamento de longo prazo.

financiamento do investimento, patamar mantido no início de 2018, contra 1% em 2016. Pode-se apontar a queda da taxa de juros e a redução da oferta de crédito subsidiado do BNDES como os principais fatores que levaram a esse aumento da participação.

No Gráfico 5 apresenta-se um detalhamento dos recursos captados com o uso de instrumentos do mercado de capitais para o financiamento de investimentos privados. A participação desses recursos variou ao longo do período analisado e vem crescendo continuamente desde o segundo trimestre de 2016. Cabe destacar que a participação do mercado de capitais se concentra em recursos captados no mercado de dívida corporativa, que é a mais importante fonte privada de financiamento do investimento.

Gráfico 5: Participação de Fontes do Mercado de Capitais no Financiamento dos Investimentos de Empresas e Famílias (2012 1T a 2018 1T) – em % do Investimento Total



Fonte: CEMEC.

A partir disso é possível afirmar que as debêntures têm um papel cada vez mais significativo no financiamento dos investimentos da economia brasileira. Assim sendo, os principais indicadores desse mercado serão analisados mais profundamente, destacando suas principais características e evoluções no período recente.

Inicialmente cabe destacar a definição do termo que tanto já foi mencionado. De acordo com os dispositivos legais, a debênture é definida como um *valor mobiliário emitido pelas sociedades anônimas, representativo de uma fração de um empréstimo* (Lei nº 6.385/76, art.

2º, I) *com origem em um contrato de mútuo pactuado entre a companhia emissora e os compradores, e que confere a estes o direito de crédito contra a primeira, nas condições constantes da escritura de emissão e do certificado* (Lei nº 6.404/76, art. 52). A companhia emissora pode efetuar mais de uma emissão – cada uma delas pode ser dividida em séries, sendo as da mesma série de igual valor nominal e conferindo a seus titulares os mesmos direitos (Lei nº 6.404/76, art. 53).

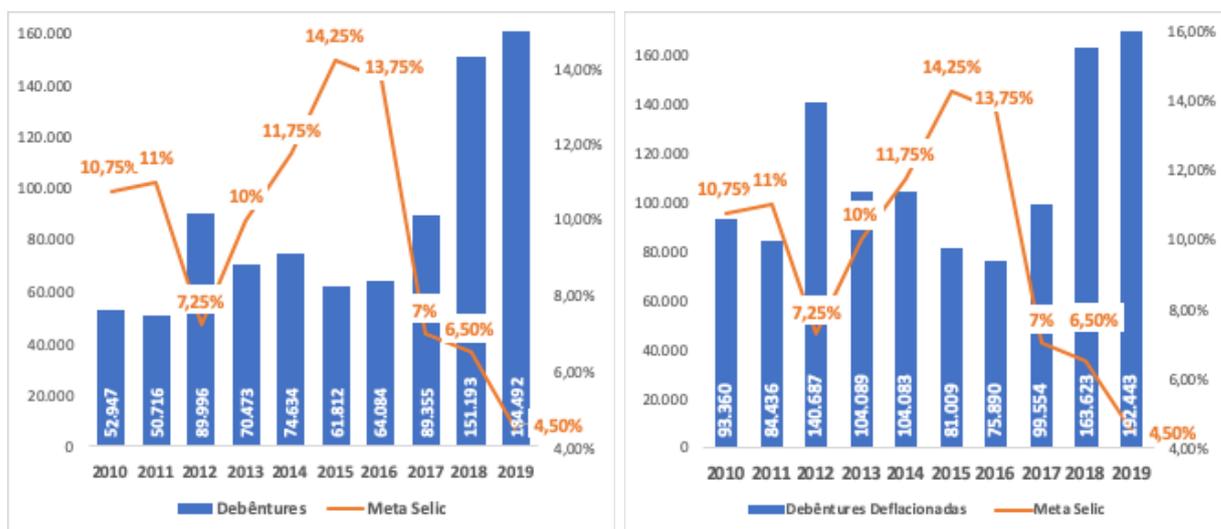
Sendo que, como foi mostrado em Andima (2008), as debêntures são um mecanismo muito usado pelas empresas para captação de recursos. Esses títulos são caracterizados por serem o valor mobiliário mais utilizado no âmbito do mercado financeiro brasileiro. Quando se analisa a evolução do volume total de emissões de debêntures no período 2010-2019, pode-se observar que esse mercado vem crescendo aceleradamente nos últimos anos, tendo atingido seu auge de emissões no ano de 2019 (Gráfico 6). Além disso, no gráfico também está presente um dos principais determinantes da emissão de debêntures, que é a taxa de juros. Notadamente, grande parte desses ativos tem sua remuneração atrelada à taxa de depósitos interfinanceiros (DI), que guarda importante relação com a taxa de juros básica da economia (taxa Selic).

Observando o Gráfico 6, fica clara a tendência de aumento no volume de emissão de debêntures à medida que ocorreu uma redução na taxa de juros: as empresas passaram a enfrentar um custo menor para emitir esse tipo de dívida. Esse comportamento referenda as conclusões de trabalhos como Torres e Macahyba (2012; 2015) e Hermann (2011), que apontam que a manutenção da taxa Selic elevada por um longo período foi um dos principais entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais.

A recente experiência de redução da taxa Selic, que se apresenta na sua mínima histórica, corrobora essa hipótese. Para as empresas, o custo da emissão se reduziu, o que motivou o lançamento de novas ofertas. Já do lado da demanda, houve maior procura desses investimentos por parte dos investidores, pois, com a redução da taxa de juros de uma parcela relevante da dívida pública¹⁶, tais títulos passaram a oferecer rendimento maior que os instrumentos tradicionais.

¹⁶ As Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) são títulos públicos federais cuja remuneração é atrelada à taxa Selic. A remuneração oferecida por esses ativos se reduz parí passu à redução da taxa Selic. As LFTs respondiam por cerca de um quarto da dívida pública no período 2017-9.

Gráfico 6: Volume Total de Emissões de Debêntures (acumulado em 12 meses): Meta Selic e Valor Corrente e Valor Constante, respectivamente (R\$ Milhões) e Meta Selic – 2010-2019



Fonte: Elaboração Própria com dados da ANBIMA e do Banco Central. Não inclui emissões de empresas de *leasing*.

É importante salientar que, ao se analisar os dados referentes as debêntures, é de suma importância que sejam excluídas as emissões de debêntures realizadas por empresas de *leasing*. Como observado por Torres e Macahyba (2012, p. 43), essas emissões são resultado de uma estratégia de arbitragem regulatória dos bancos. Ou seja, os bancos muitas vezes utilizam a emissão de debêntures por empresas de *leasing* por eles controladas para captar recursos sem precisar realizar recolhimentos obrigatórios, como os depósitos compulsórios e as contribuições ao Fundo Garantidor de Crédito (FGC), exigidos na captação via emissão de Certificados de Depósito Bancário (CDB).

Entretanto, desde 2009, o Banco Central vem tentando coibir esta prática. Uma das medidas adotadas em 2009 foi a determinação de que a operação interna que os bancos faziam para transferir recursos das empresas de *leasing* para o seu caixa passasse a ser objeto de depósito compulsório. Essa medida fez com que este tipo de emissão cessasse por um período. No entanto, elas voltaram a ocorrer em 2011, o que levou à eliminação, em 2012, da isenção de contribuição ao FGC que esta forma de captação possibilitava aos bancos. Outra medida tomada nesse sentido foi uma resolução publicada em setembro de 2016 pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que proibiu os bancos de realizar, prorrogar ou renovar operações compromissadas com títulos emitidos por empresas ligadas, ou seja, do mesmo conglomerado financeiro.

Portanto, os dados apresentados nesse trabalho não contabilizam as debêntures emitidas por empresas de *leasing*. O interesse aqui é analisar os recursos captados via debêntures por empresas não financeiras, ou seja, a parte do mercado de debêntures que serve, efetivamente, como fonte de financiamento para as empresas – e não a parte que serve como fonte de captação para os bancos.

A seguir, analisa-se as principais características das debêntures emitidas nesse período, englobando os indexadores, prazos, destinação de recursos, principais emissores, principais investidores, espécie, mercado secundário, custos e do tipo de oferta (ICVM 400 ou ICVM 746):

(i) Indexadores:

A maioria das emissões no mercado de debêntures são pós-fixadas e seguem as variações da taxa DI, que acompanha o comportamento da taxa básica de juros da economia (taxa Selic), como pode ser visto na tabela 4. Segundo De Paula e Faria Jr. (2012), a forte presença deste tipo de indexação é resultado da concorrência das Letras Financeiras do Tesouro (LTF), título público indexado à Selic com liquidez diária que é considerado pelos autores uma deformação na dívida pública brasileira. Esses ativos possuem *duration*¹⁷ zero: é como se o investidor estivesse a cada dia reaplicando o principal e o juros ganho à nova taxa de mercado.

A partir dessa configuração, caso as expectativas sobre a taxa de juros indicarem aumento, a indexação sobrecarrega o emissor e favorece o investidor, pois é o primeiro que tem que arcar com o risco de juros. Para o demandante do título, isto significa não haver risco de taxa de juros na detenção desse título, risco esse que fica a cargo do emissor. Já o investidor tem, em princípio, a alternativa de resgatar a dívida no dia a dia, possuindo assim a garantia de liquidez imediata. Logo, a elevada indexação à taxa de juros de curto prazo não é adequada às necessidades de financiamento de longo prazo das empresas, pois prejudica a previsibilidade dos fluxos de pagamento e pode encarecer o custo do financiamento.

O outro extremo seriam os títulos pré-fixados, que têm *duration* igual ao seu prazo de vencimento, isto é, apenas ao final desse prazo o investidor pode se posicionar perante às mudanças na taxa de juros. Ou seja, o detentor desse tipo de título sofre perdas por ocasião de uma elevação na taxa de juros, o que não acontece com o detentor de um título indexado à Selic.

¹⁷ Segundo De Paula e Faria Jr. (2012) a *duration* de um título de renda fixa é uma medida do tempo necessário para que o detentor do título possa reaplicar o capital (principal mais juros) aplicado no título à nova taxa de juros praticada no mercado, ou seja, o tempo que o capital retorna ao investidor para que este possa se reposicionar na nova taxa de juros de mercado.

Tabela 4: Evolução dos indexadores das debêntures entre 2011 e 2019 – % por volume

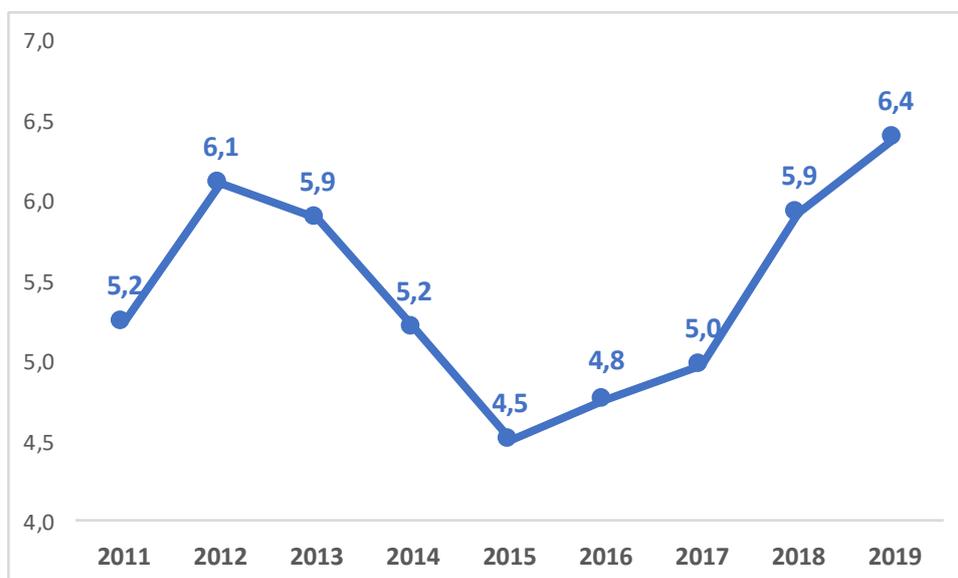
Evolução indicadores % por volume									
Indexador	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
% do DI	38,2%	26,2%	19,8%	36,1%	41,6%	52,7%	50,8%	47,4%	26,9%
DI + Spread	53,4%	52,3%	61,6%	44,4%	43,8%	37,2%	35,5%	34,2%	52,4%
Outros	5,2%	17,1%	14,7%	8,1%	12,2%	9,4%	12,5%	14,1%	19,9%
Não informado	3,2%	4,4%	3,9%	11,4%	2,4%	0,8%	1,2%	4,2%	0,9%

Fonte: Elaboração Própria com dados da ANBIMA

(ii) Prazo:

As principais evidências da literatura mostram que o prazo médio das debêntures emitidas é maior do que aquele das operações de crédito bancário (Carvalho, 2017) porém, ainda é relativamente pequeno se comparado com países que tem o mercado de títulos privados mais desenvolvidos. Segundo dados do Boletim do Mercado de Capitais da ANBIMA, o prazo médio das emissões de debêntures *ex-lesing* realizadas entre 2011 e 2019 ficou em 5,4 anos, tendo se elevado em 2018 e 2019.

Gráfico 7: Prazo médio das Emissões de Debêntures entre 2011-2019 (em anos)



Fonte: Elaboração Própria com dados da ANBIMA

(iii) Destinação dos recursos:

A maior parte dos recursos captados via debêntures é utilizada para refinanciamento de passivo e financiamento de capital de giro, como podemos ver na Tabela 5. Historicamente, um baixo percentual de recursos é destinado a investimentos, tanto em imobilizado como em infraestrutura. No período de 2012 a 2019 a média da destinação dos recursos para

investimentos em infraestrutura foi de 13,2%, enquanto para investimento imobilizado, foi de apenas 1,2%.

Tabela 5: Destinação de recursos de debêntures entre 2012 e 2019 – participação por volume

Destinações de recursos - volume (R\$)								
Destinação	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Capital de giro	12,6%	13,8%	16,3%	16,2%	14,2%	43,3%	28,7%	30,2%
Investimento em Infraestrutura	7,9%	14,7%	13,8%	15,0%	10,4%	9,9%	17,0%	16,6%
Investimento imobilizado	0,6%	1,8%	1,5%	1,7%	3,1%	0,1%	0,7%	0,4%
Investimento ou aquisição de participação societária	13,2%	10,0%	17,3%	13,3%	8,6%	2,0%	8,7%	11,0%
Não possui / Não informado	31,5%	7,6%	8,4%	3,7%	0,8%	0,3%	1,9%	0,3%
Recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior	3,3%	14,0%	6,3%	17,3%	26,1%	9,8%	9,1%	6,4%
Refinanciamento de passivo	30,9%	38,0%	36,4%	32,9%	36,8%	34,7%	34,0%	35,0%

Fonte: Elaboração Própria com dados da ANBIMA

(iv) Principais investidores:

Do ponto de vista da demanda, o mercado de debêntures no Brasil é bastante concentrado. Essa tendência foi ampliada com a implementação da Instrução nº 476, da CVM, de 2009, que será discutida com mais detalhe adiante. Os bancos e os fundos de investimento administrados por eles são os grandes compradores deste mercado, como pode ser visto na tabela 6. As pessoas físicas têm uma participação baixa, embora tenha apresentado crescimento após os benefícios fiscais concedidos pela Lei nº 12.431/11. Já os investidores estrangeiros, mesmo também tendo recebido incentivos fiscais ainda não tem uma participação relevante nesse mercado, já que eles tendem a preferir títulos públicos. As debêntures são mais difíceis de serem analisadas por esse tipo de investidor do que os títulos públicos, pois exigem o acompanhamento das atividades e situação financeira de uma empresa específica que opera em outro país.

Tabela 6: Distribuição das ofertas de debêntures por detentor entre 2011 e 2019 – participação por volume (R\$)

Distribuição das ofertas por detentor - volume (R\$)									
Debêntures	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pessoas físicas	0,9%	2,2%	3,5%	3,5%	5,0%	3,1%	3,7%	3,4%	5,4%
Investidores Institucionais	44,9%	39,2%	34,5%	34,5%	31,8%	32,0%	61,1%	51,8%	54,0%
Intermediários e demais participantes ligados à oferta	54,3%	58,7%	62,1%	62,1%	63,2%	64,9%	35,1%	44,8%	40,6%

Fonte: Elaboração Própria com dados da ANBIMA

(v) Espécie:

As espécies dizem respeito ao oferecimento ou não de garantias como cobertura do pagamento da dívida. Existem quatro tipos principais de espécies que as debêntures podem ser

classificadas (real, flutuante, quirografária ou subordinada). A espécie real oferece um ativo (bem ou direito) como garantia ao investidor. Na espécie flutuante, a garantia é o total de ativos da emissora. Já as espécies quirografárias e subordinadas não oferecem garantias, sendo que as quirografárias têm preferência sobre as subordinadas em caso de liquidação. Como pode ser visto na tabela 7 a grande maioria das emissões de debêntures, em média 79,4%, são da espécie quirografária, com ou sem garantia adicional.

Tabela 7: Tipo de garantia das debêntures emitidas entre 2011 e 2019 – participação por volume (R\$)

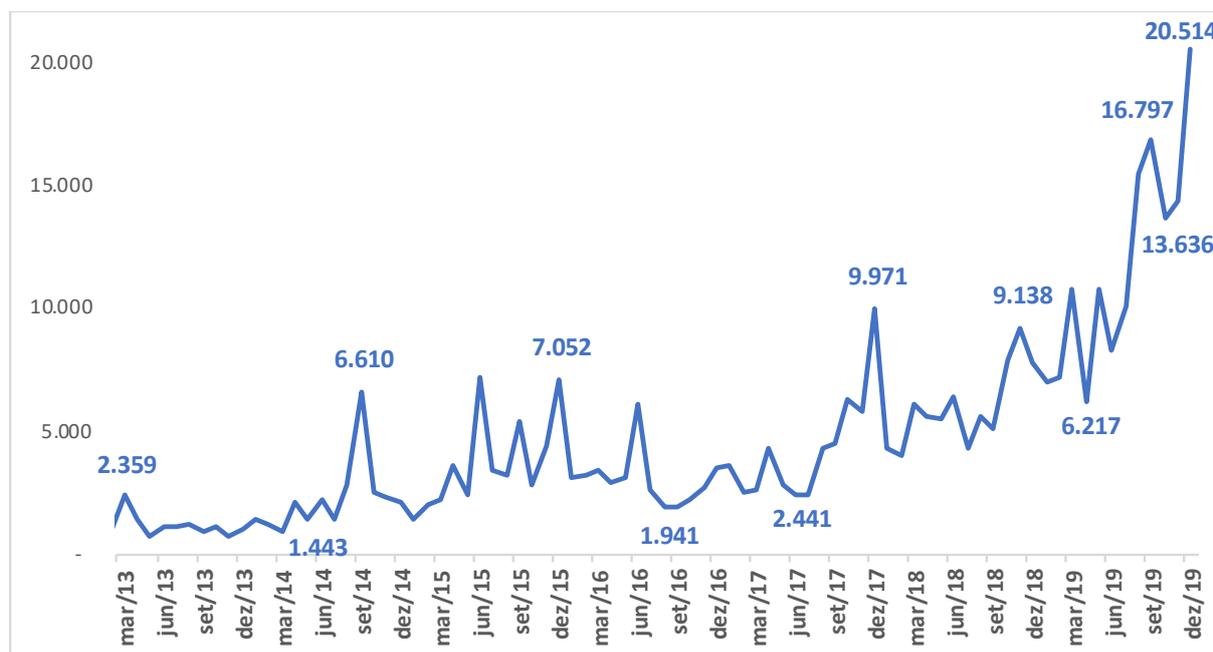
Garantias das debêntures - volume (R\$)									
Garantia	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Flutuante	3,6%	0,0%	0,8%	0,2%	0,2%	0,0%	0,4%	0,2%	0,0%
Flutuante com garantia adicional	1,6%	0,2%	0,3%	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%	0,8%	0,1%
Quirografária	42,8%	54,2%	55,1%	43,1%	38,0%	29,2%	49,9%	39,5%	57,0%
Quirografária com garantia adicional	35,1%	26,7%	29,0%	34,8%	43,8%	35,9%	30,0%	39,4%	30,8%
Real	8,1%	13,4%	6,6%	15,3%	5,2%	16,6%	8,9%	9,3%	5,1%
Real com garantia adicional	5,0%	2,7%	7,2%	5,9%	12,5%	17,3%	10,2%	10,6%	6,9%
Real e flutuante	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Subordinada	3,2%	2,9%	0,9%	0,8%	0,0%	0,6%	0,0%	0,1%	0,0%
Subordinada com garantia adicional	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,5%	0,0%	0,0%

Fonte: Elaboração Própria com dados da ANBIMA

(vi) Mercado Secundário:

O mercado secundário de debêntures tem apresentado crescimento no período recente, como é possível perceber pelo gráfico 8, porém ainda é bastante ilíquido. Diversos fatores podem ser apontados como os responsáveis por essa baixa liquidez. Braga (2016) destaca a falta de uma plataforma eletrônica eficiente para as negociações, a falta de padronização dos títulos, e também as características da dívida pública brasileira. Já para Torres e Macahyba (2014), esse resultado se deve, principalmente, à elevada proporção de debêntures indexadas à taxa DI, o que elimina a possibilidade de ganhos na compra e venda destes papéis por conta de variações em seus preços. No entanto, essa baixa liquidez do mercado é prejudicial a ambas as partes, na medida em que afeta o custo das emissões, já que será maior o prêmio de liquidez exigido pelos investidores. Esse ponto será discutido com mais detalhe na seção 3.5.

Gráfico 8: Volume negociado no mercado secundário de debêntures entre março de 2013 e dezembro de 2019 (em R\$ Milhões constantes de dezembro de 2019*)



Fonte: Elaboração Própria com dados do Ministério da Economia - SPE. (*) Deflacionado pelo IPCA.

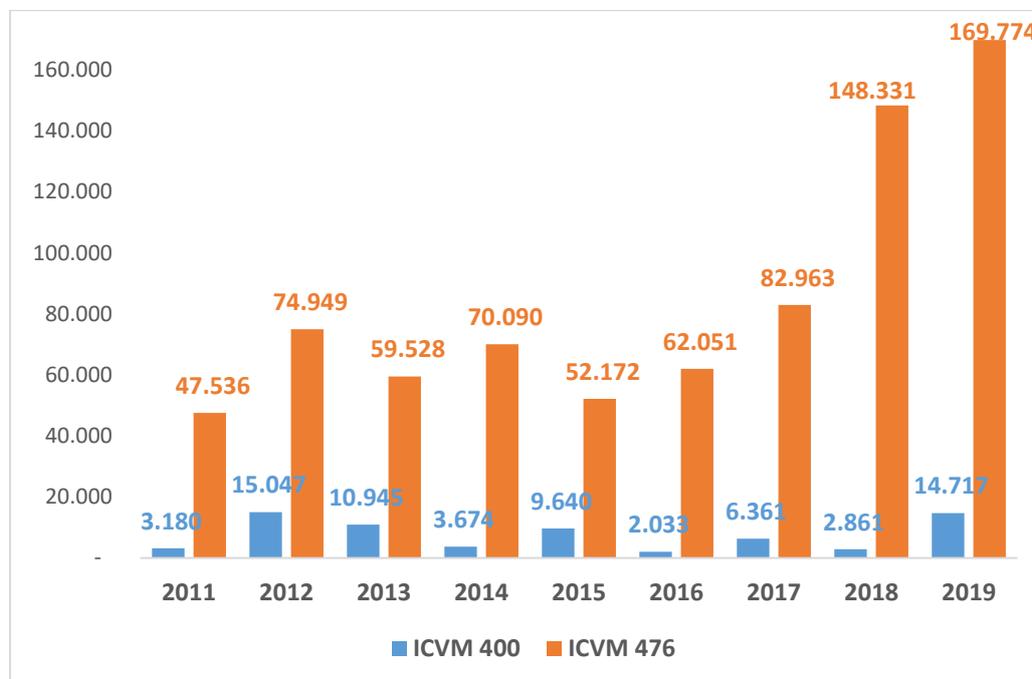
(vii) Instruções CVM 400 vs. 476:

Os custos fixos de uma operação de debênture são elevados, pois incluem, além da taxa que os bancos cobram para estruturar a operação, gastos com a contratação de advogados, agências de *rating*, agente fiduciário, entre outros. A criação da Instrução nº 476, da CVM, de 2009 teve como um dos objetivos reduzir esse custo de captação para as empresas, diminuindo a burocracia para emissão desses títulos. Já as debêntures emitidas pela Instrução nº 400, da CVM, de 2003, normalmente são utilizadas para a captação de grandes volumes, visto que, possuem maior custo, devido a uma série de exigências que serão detalhadas a seguir. Já as taxas de juros a serem pagas sobre a dívida variam de acordo com o risco de crédito da empresa emissora. Quanto melhor a classificação de crédito de uma empresa, menor a taxa que remunera seus papéis. No entanto, na prática, há uma espécie de piso para essa taxa, que é dado pelas taxas de juros dos títulos públicos (De Paula e Faria Jr., 2012). Estas taxas, por sua vez, são balizadas pela taxa Selic, logo, quanto maior a Selic, maior o custo de captação para as empresas.

Assim sendo, o fato da emissão ser feita através da Instrução 400 ou 476 da CVM influenciam diretamente nesse processo decisório da emissão de debêntures pelas empresas.

Como pode ser observado no Gráfico 9 abaixo a grande maioria das ofertas é feita pela instrução 476, dado seus benefícios, que serão analisados a seguir:

Gráfico 9: Volume Total de Emissão de Debêntures (R\$ Milhões)



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA.

As ofertas públicas emitidas sob a Instrução nº 400, da CVM, de 2003 são a forma tradicional de acesso ao mercado de capitais. A norma exige que as instituições emissoras elaborem prospectos detalhados contendo informações sobre a emissão, suas atividades e situação financeira, e que a operação seja registrada na CVM. Essas medidas serviriam para proteger os investidores, assegurando que eles possam avaliar adequadamente os riscos envolvidos nas ofertas.

Já os valores mobiliários de oferta pública com esforços restritos emitidos sob a Instrução nº 476, da CVM, de 2009 têm um processo de emissão bem mais simples, com o objetivo de reduzir os custos e acelerar o processo de emissão para não ocorrer a perda de oportunidades de mercado. Nesse tipo de emissão algumas etapas burocráticas são dispensadas, como o registro prévio na CVM e a elaboração do prospecto com informações sobre a oferta. Em contrapartida, os papéis só podem ser ofertados a no máximo 75 investidores profissionais¹⁸, sendo que somente 50 podem adquiri-los.

¹⁸ Segundo a Instrução 539 da CVM, de 2013, são considerados investidores institucionais: Instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; companhias seguradoras e sociedades

A lógica é que os investidores profissionais teriam condições privilegiadas para avaliar o risco da oferta, logo, o volume de informações divulgado poderia ser reduzido e a análise prévia pela CVM dispensada. Por outro lado, ao restringir as negociações a investidores profissionais, esta instrução reduziria o número de compradores, resultando em menor concorrência pelo papel e, conseqüentemente taxas de juros mais altas.

Assim, em relação às ofertas públicas de debêntures, as ofertas restritas possuem custos fixos menores, porém, suas taxas de juros tendem a ser maiores. A escolha do tipo de oferta, em geral, depende do volume a ser captado. Nos casos em que o volume é grande, as ofertas públicas são mais vantajosas pois os custos fixos ficam diluídos em relação ao volume e as taxas de juros costumam ser menores. Além disso, muitas vezes um volume muito grande não consegue ser integralmente absorvido pelo número limitado de compradores das ofertas restritas.

Segundo Carvalho (2017) um dos principais argumentos utilizado em favor da criação da Instrução nº 476 é o fato de o aviso de encerramento das distribuições, que contém os compradores de uma emissão, indicar que os papéis ofertados via Instrução nº 400 eram adquiridos quase sempre pelo mesmo grupo restrito de investidores, não maior do que 50, formado pelas tesourarias e fundos de investimento administrados pelos bancos. Desse modo, diante de uma demanda que já era concentrada, a Instrução nº 476 só teria a favorecer o mercado, simplificando o processo de emissão para os emissores. Entretanto, como será mais explorado adiante, essa nova forma de emissão acabou permitindo que houvesse maior participação de operações de leasing, ou seja, operações de crédito bancário disfarçado nesse mercado.

Também de acordo com Carvalho (2017), outra importante mudança trazida por esta instrução foi a permissão para que empresas de capital fechado também realizassem emissões, já que até então este tipo de captação era restrito às empresas de capital aberto. Em contrapartida, as empresas fechadas teriam que divulgar um balanço anual com informações financeiras, exigência menor do que a direcionada às abertas, que têm que divulgar balanços trimestrais. Dessa forma, a ideia seria oferecer às empresas fechadas uma porta de entrada para o mercado de capitais fomentando que estas se estruturassem para a divulgar informações ao público.

de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; fundos de investimento; clubes de investimento; agentes autônomos de investimento autorizados pela CVM; e investidores estrangeiros.

Entretanto, como já foi adiantado, também pode-se destacar alguns pontos negativos dessa nova forma de emissão no mercado de capitais. Um deles é que a Instrução nº 476 acabou permitindo uma adaptação do mercado de debêntures para uma forte presença do crédito bancário. Ou seja, de acordo com Torres e Macahyba (2012), uma parte razoável das emissões de oferta restrita são, na verdade, operações de crédito, pois são adquiridas pela própria instituição financeira coordenadora da oferta, não sendo levadas a mercado. Nesses casos, os bancos compram os títulos emitidos por uma certa empresa como forma de lhe conceder crédito sem, no entanto, ter que carregar o risco dessa operação em seus balanços. Então, é uma forma menos burocrática e mais abrangente de “securitizar” empréstimos. Já pelo lado das empresas, a predominância deste tipo de emissão, impede a diversificação de seus investidores e desfavorece uma das principais funções do mercado de debêntures que seria limitar a capacidade dos bancos de extrair renda das empresas, e conseqüentemente, reduzir o custo da dívida.

Fato é que antes da edição da Instrução nº 476, o mercado de debêntures brasileiro consistia em poucas e concentradas operações de mercado de capitais. Após a sua entrada em vigor, o volume de emissões se expandiu consideravelmente, o que aumentou o acesso das empresas a recursos privados de médio e longo prazo e dinamizou o mercado primário. No entanto, o mercado passou a operar segundo uma configuração única, um híbrido entre mercado de capitais e crédito bancário, com importantes restrições quanto às negociações do mercado secundário.

(viii) Síntese

Diante do exposto nos itens acima temos que o mercado de debêntures do Brasil apresentou forte crescimento nos últimos anos do período analisado, tendo registrado aumento significativo do volume emitido, do prazo médio e do volume transacionado no mercado secundário. Outro ponto relevante discutido ao longo da seção foi a criação da Instrução 476 da CVM, que ao mesmo em que expandiu consideravelmente o volume de emissões, também permitiu uma adaptação do mercado de debêntures para a forte presença do crédito bancário, o que acaba descaracterizando uma das principais funções do mercado de debêntures, que seria diversificar seus investidores e limitar a capacidade dos bancos extraírem renda das empresas. Nas duas próximas seções a análise será dedicada a uma parte específica do mercado de debêntures, que foi implementada a partir de uma importante mudança regulatória (Lei nº 12.431/11), que criou as chamadas debêntures incentivadas de infraestrutura.

3.4 O Desempenho das Debêntures de Infraestrutura (Mercado Primário)

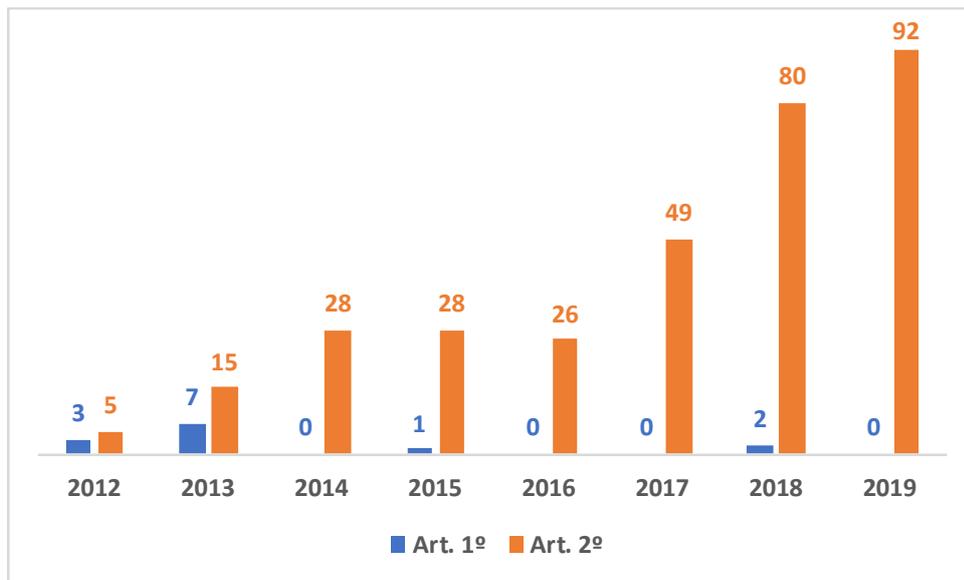
Nessa seção será analisado a evolução das debêntures de infraestrutura desde o ano de sua primeira emissão, em setembro de 2012, até o final de 2019. A análise será feita a partir de diversos indicadores, como volume emitido, número de emissões e de emissores, prazo e remuneração média, participação setorial, distribuição das emissões segundo os diferentes regimes de oferta pública e distribuição das ofertas por detentor.

Como foi discutido no Capítulo 2, a Lei nº 12.431, de 2011, forneceu benefício fiscal para duas classes de ativos, os que se enquadram no artigo 1º, que podem ser classificados como projetos de investimento e que, como será visto a seguir foram menos relevantes, e os que se enquadram no artigo 2º, que são as chamadas debêntures de infraestrutura. Essa lei tinha por objetivo ampliar a base de investidores atuando tanto na oferta primária quanto no mercado secundário, para isso, concedeu incentivos fiscais para investidores residentes e não residentes que adquirissem debêntures destinadas a projetos de investimento. Isso se deu em um contexto de questionamento sobre os limites fiscais do financiamento dos investimentos via bancos públicos após a crise de 2008.

Nesse primeiro momento enfocaremos as emissões primárias desses ativos. Como pode ser visto nos Gráficos 10, 11, 12 e 13, ao se analisar o número de emissões, de emissores e o volume de emissão dos ativos do artigo 2º, é possível ver que são muito mais significativos do que o do art. 1º¹⁹. Também pode-se perceber o aumento significativo da relevância das debêntures incentivadas de infraestrutura ao longo do período analisado, o número de emissões salta de 5 em 2012 para 92 em 2019, o número de emissores vai de 5 em 2012 para 68 em 2019 e o volume de emissões vai de R\$1,1 milhão de reais para R\$33,2 milhões em 2019, sendo que, a partir de 2017 há uma maior tração nesse crescimento, como pode ser visto nos gráficos abaixo.

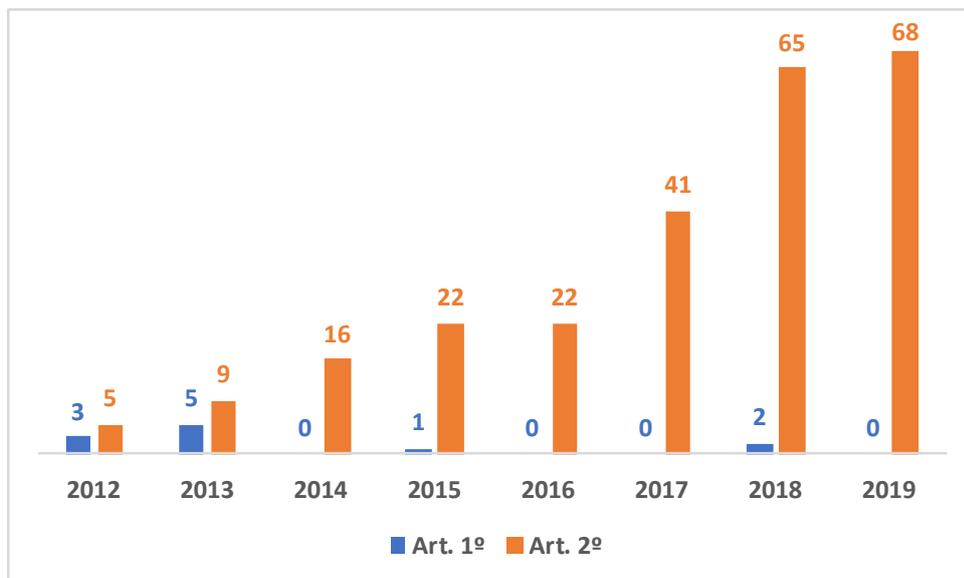
¹⁹ É interessante notar que nos primeiros anos de vigência da Lei (2012 e 2013) as debêntures incentivadas do artigo 1º competiam em volume, número de emissão e de emissores com as debêntures do artigo 2º, no entanto, a partir de 2014 isso se altera e as debêntures do artigo 1º parecem ter caído em desuso. Não foi encontrada nenhuma referência na literatura que explique esse fato.

Gráfico 10: Número de Emissões de Debêntures Incentivadas (2012-2019)



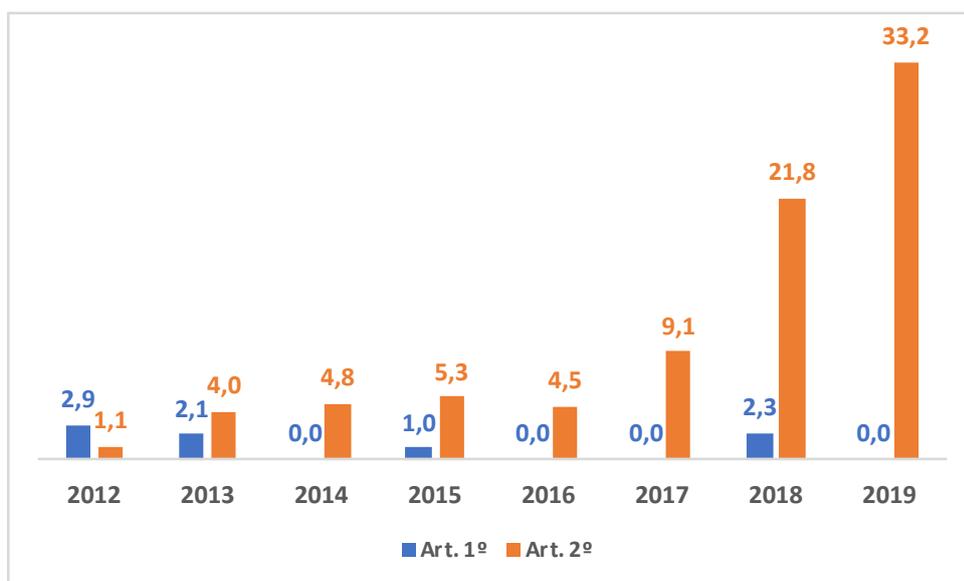
Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA

Gráfico 11: Número de Emissores de Debêntures Incentivadas (2012-2019)



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA

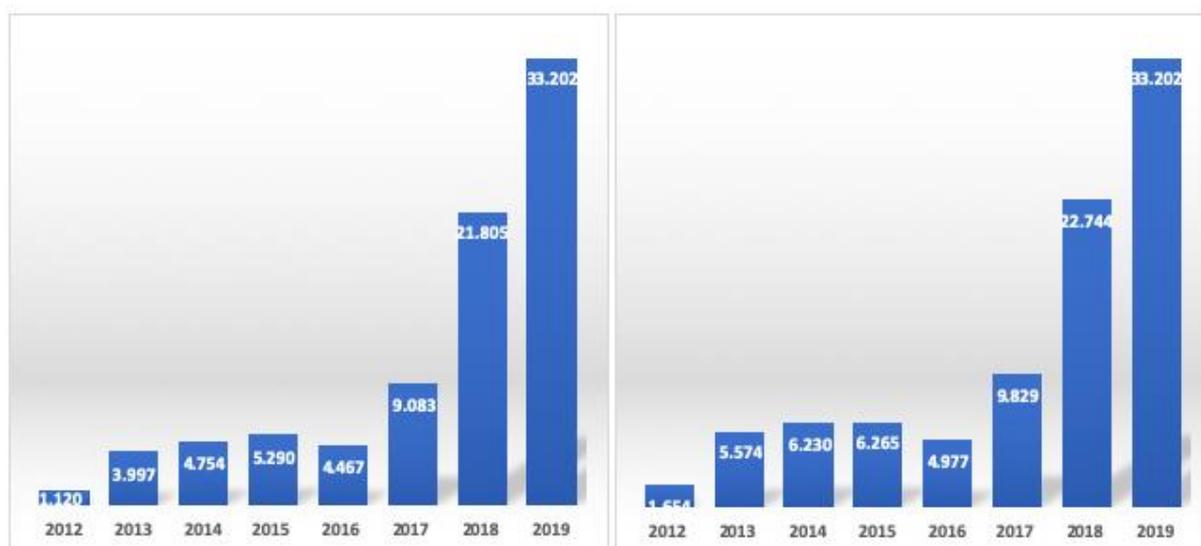
Gráfico 12: Volume de Emissões de Debêntures Incentivadas, em R\$ Milhões (2012-2019)



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA

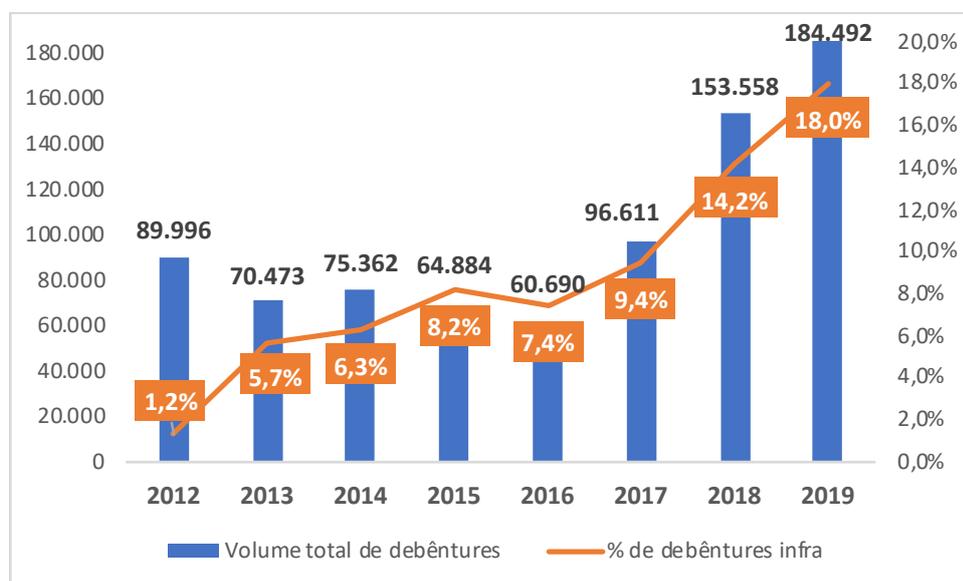
O número e o volume de emissões das debêntures de infraestrutura eram bastante tímidos até 2016, contudo, a partir de 2017 houve forte elevação nesses indicadores, sendo que essa tendência permanece nos anos mais recentes, em 2019, por exemplo, foram 92 operações, com um volume total emitido de 33,2 bilhões correntes e 34,6 bilhões constantes, como pode ser visto nos gráficos 10, 11, 12 e 13. No entanto, embora crescente, a participação das debêntures de infraestrutura no valor total de debêntures emitidas ainda é tímida, de apenas 18,0% no acumulado em 12 meses até dezembro de 2019, como pode ser visto no gráfico 14.

Gráfico 13: Volume de Emissões de Debêntures de Infraestrutura 2012 – 2019 (em R\$ milhões correntes e constantes de 2019*, respectivamente)



Fonte: Elaboração própria com dados da ANBIMA. (*) Deflacionado pelo IPCA.

Gráfico 14: Razão Debêntures de Infraestrutura/ Debêntures Totais (em %)



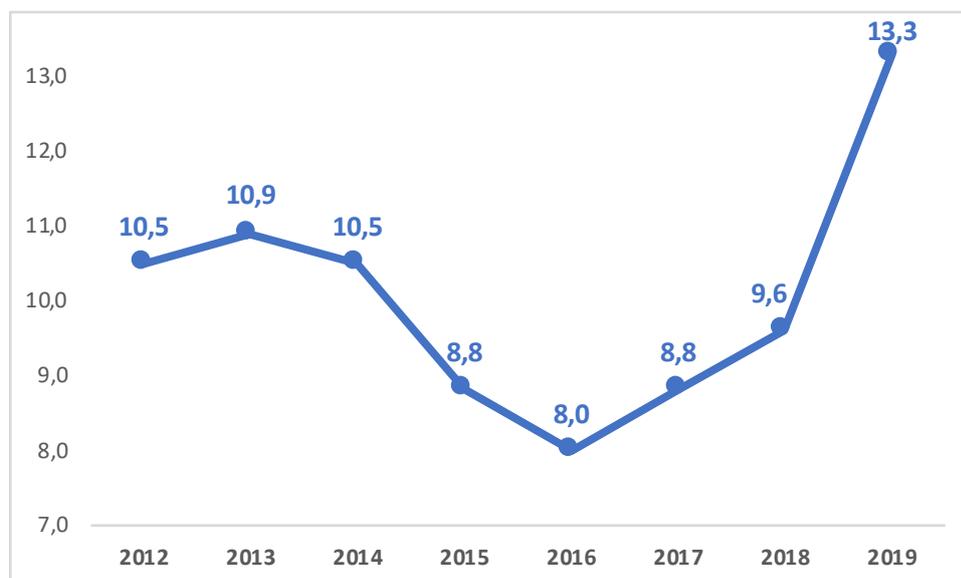
Fonte: Elaboração Própria com dados da ANBIMA e do Ministério da Economia – SPE

Esse aumento do volume das emissões das debêntures de infraestrutura foi decorrência de uma melhora das condições do mercado, que consistiu principalmente na queda da taxa básica de juros da economia (Selic) e no encarecimento dos empréstimos concedidos pelo BNDES, que reduziram sua participação no fornecimento de crédito e aumentou a necessidade de fontes

alternativas de financiamento. Esses fatores acabaram tornando mais favorável a emissão das debêntures incentivadas de infraestrutura.

O prazo médio das emissões desses títulos apresentou uma tendência de alta desde de 2016, superando o patamar do início da série e atingindo 13,3 anos em 2019, como pode ser visto no gráfico 15. Esse prazo é muito superior ao prazo médio das debêntures como um todo, que ficou em 6,4 anos em 2019, como foi visto no gráfico 7.

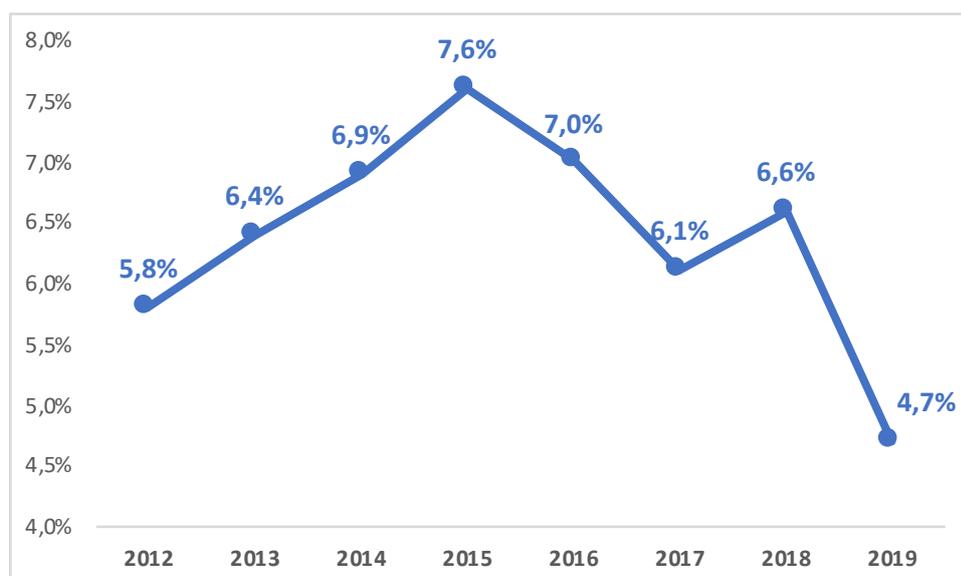
Gráfico 15: Prazo médio das Emissões de Debêntures de Infraestrutura entre 2012-2019 (em anos)



Fonte: Elaboração Própria com dados do Ministério da Economia - SPE

Já o seu custo mantém trajetória de redução desde 2015, acompanhando a queda da curva de juros no mercado. A remuneração média das debêntures de infraestrutura fechou o ano de 2018 em 6,6%, e até dezembro de 2019 foi de IPCA + 4,7%, como pode ser visto no gráfico 16. O fato das debêntures incentivadas terem por obrigação sua remuneração por taxa de juros prefixada, vinculada a índice de preço ou à TR, sendo vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós fixada é um importante fator para o maior desenvolvimento desse mercado, já que estimula a oferta desses títulos ao colocar o risco de juros sobre o comprador do título e não sobre seu emissor. Como foi visto na seção anterior (tabela 4) quando analisa-se o mercado de debêntures como um todo a grande maioria das emissões são pós fixadas e seguem variações da taxa DI, o que desestimula o desenvolvimento do mercado de capitais.

Gráfico 16: Remuneração Média das Debêntures de Infraestrutura (IPCA+)



Fonte: Elaboração Própria com dados do Ministério da Economia – SPE

Com relação a destinação de recursos também pode-se perceber uma diferença significativa entre o mercado de debêntures como um todo e o mercado de debêntures incentivadas. A partir da tabela 8 pode-se perceber que a grande maioria desses recursos vai para o investimento em infraestrutura, em média, 86%. Enquanto no mercado geral a maior parte dos recursos é utilizado para refinanciamento de passivo e financiamento de capital de giro e somente 13,2% em média dos recursos captados são investidos em infraestrutura.

Tabela 8: Destinação de recursos de debêntures incentivadas entre 2012 e 2019 – participação por volume

Destinações de recursos - volume (R\$) - 12.431/11								
Destinação	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Capital de giro	0,0%	0,0%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Investimento em Infraestrutura	85,2%	77,0%	74,3%	99,3%	100,0%	74,6%	97,1%	80,8%
Investimento imobilizado	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Investimento ou aquisição de participação societária	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Não possui / Não informado	9,6%	0,6%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior	5,2%	0,0%	0,0%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Refinanciamento de passivo	0,0%	22,4%	22,8%	0,0%	0,0%	25,4%	2,9%	19,2%

Fonte: Elaboração Própria com dados da ANBIMA

Pode-se concluir então, que houve elevação tanto do volume quanto no número de emissões de debêntures de infraestrutura, influenciadas pelas melhores condições (prazos e taxas). Entretanto, ainda há uma forte concentração setorial das emissões, como pode ser visto na tabela

9 e no gráfico 17. De 2012 até 2015 as emissões concentraram-se no setor de transportes, com destaque para as concessões de rodovias. Já nos últimos quatro anos, as emissões de debêntures destinaram-se majoritariamente para o setor de energia. Respectivamente, os setores que registraram maior volume de emissões no período 2012-2019 foram energia (74%), transporte (23%), saneamento (1,3%) e telecomunicações (1,1%).

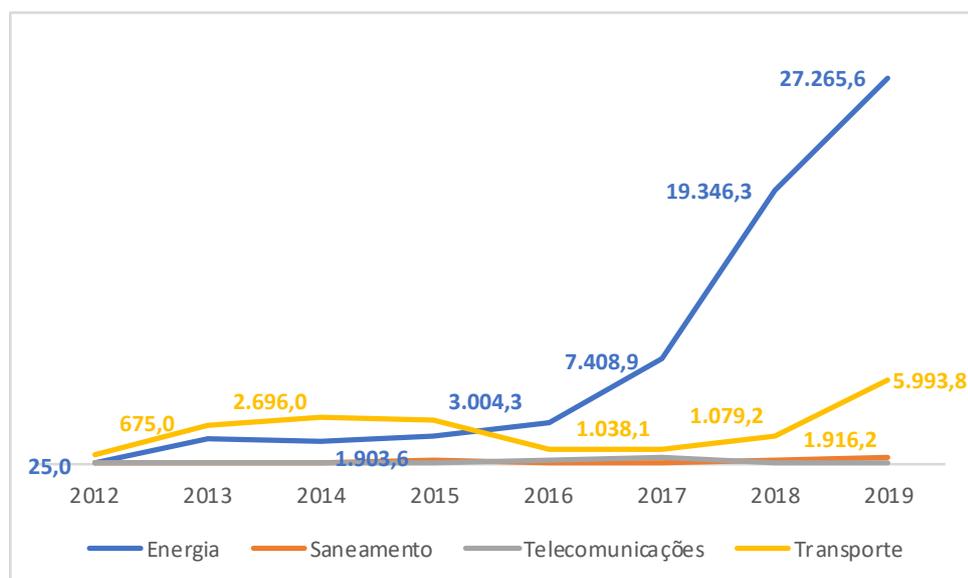
Uma das razões para essa alteração da concentração setorial a partir de 2016 é que neste ano o Ministério de Minas e Energia (MME) tornou possível que as concessionárias de distribuição de energia elétrica apresentassem seus projetos como prioritários, se enquadrando então no Art. 2º da Lei nº 12.431, o que antes só era permitido para projetos de geração e transmissão. Isso elevou significativamente a oferta, dado que as empresas emissoras são grandes e conhecidas, tendendo a ser percebidas como menos arriscada pelos investidores. Portanto, esse ponto permite relativizar a tendência de expansão do número de emissores e volume de emissão, que foi apresentado respectivamente nos gráficos 11 e 12. Esse fato indica que, a expansão no volume de emissões pautou-se, principalmente, em empresas conhecidas pelo mercado, com previsibilidade de caixa e não em novos emissores.

Tabela 9: Participação das Emissões de Debêntures de Infraestrutura por setor entre 2012 – 2019 (em %)

Ano	Energia	Saneamento	Telecomunicações	Transporte
2012	4%	0%	0%	96%
2013	39%	0%	0%	61%
2014	32%	0%	0%	68%
2015	36%	4%	3%	57%
2016	71%	0%	5%	24%
2017	81%	2%	5%	12%
2018	90%	1%	0%	9%
2019	81%	1%	0%	18%

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

Gráfico 17: Volume das Emissões de Debêntures de Infraestrutura por setor entre 2012 – 2019 (em R\$ Milhões)



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

Outro importante fator com relação ao mercado primário a ser analisado é como é feita a distribuição das emissões entre as Instruções nº 400 e nº 476. Como foi mostrado na seção anterior essa escolha influenciará diversos pontos na emissão do título, como seu custo e sua rentabilidade, por exemplo. A partir da tabela 10 e do gráfico 18 abaixo, pode-se perceber que no período de 2012 a 2019 as emissões de debêntures incentivadas pela Instrução nº 476 prevalecem, assim como foi visto para o mercado de debêntures como um todo. Sendo um dos fatores responsáveis por esse fato a considerável participação de operações de crédito nesse mercado, como já foi abordado anteriormente. No entanto, através desses dados podemos perceber também que, em um primeiro momento (de 2012-2014) as emissões pela Instrução nº 400 competiam, tanto em volume, quanto em número, com as emissões pela Instrução 476, algo que não ocorreu no mercado de debêntures como um todo. Um fator que pode ter contribuído para isso são as exigências mais duras impostas para a emissão de títulos pela Lei 12.431

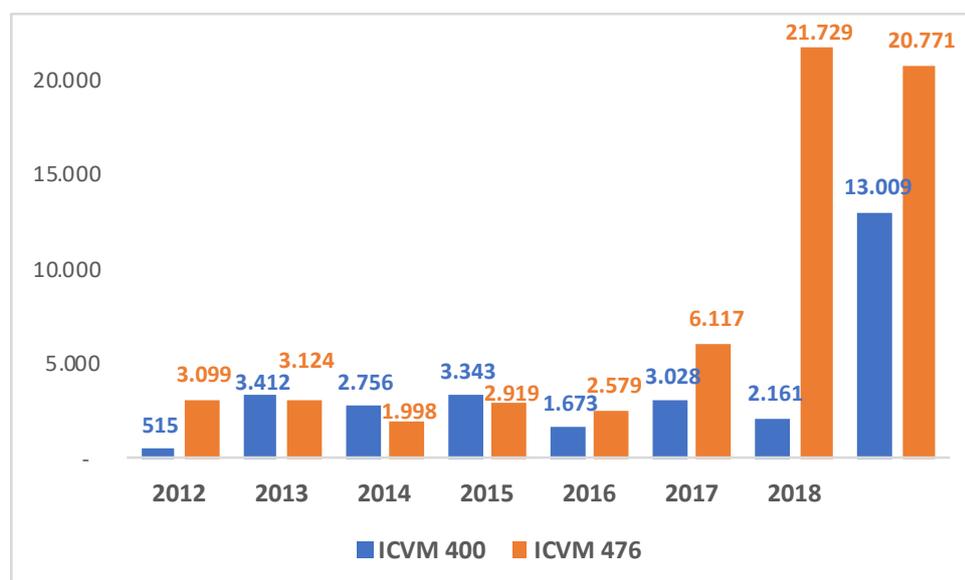
Além disso, outro ponto interessante de se observar é que, comparando os dados do gráfico 9 com os do gráfico 18 percebe-se que nesse último a discrepância entre os dois tipos de emissão é menor. Assim sendo, isso sugere uma participação menor, ainda que alta, do mercado de crédito nesses títulos.

Tabela 10: Volume e quantidade total de Emissão de Debêntures Incentivadas entre 2012 e 2019 (em R\$ Milhões)

Ano	Volume de Debêntures Incentivadas		Quantidade de Debêntures Incentivadas	
	ICVM 400	ICVM 476	ICVM 400	ICVM 476
2012	515,0	3.099,0	2	6
2013	3.411,9	3.123,7	6	9
2014	2.755,9	1.998,1	5	12
2015	3.343,3	2.919,3	6	16
2016	1.673,1	2.579,3	4	17
2017	3.028,1	6.117,1	16	33
2018	2.161,4	21.728,7	6	72
2019	13.008,9	20.770,9	21	78

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

Gráfico 18: Volume Total de Emissão de Debêntures Incentivadas (R\$ Milhões)



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

Outro ponto importante a ser analisado é se os incentivos fiscais destinados as pessoas físicas tiveram eficácia em aumentar a participação deste tipo de investidor na aquisição desse ativo. Pela tabela 11 pode-se perceber que a participação de pessoas físicas na aquisição das debêntures incentivadas é bem superior ao de debêntures convencionais. Em 2019, enquanto as pessoas físicas adquiriram somente 5,4% das debêntures totais, esse percentual atingiu 29,3% nas debêntures incentivadas.

Nessa tabela também pode-se analisar que a parcela adquirida por intermediários e demais participantes ligados à oferta nas debêntures incentivadas é bem menor do que nas debêntures convencionais. Isso é positivo, na medida que indica uma ampliação da base de investidores

potenciais, o que possibilitaria um maior desenvolvimento do mercado secundário (Bhering, Borça e Almeida; 2019). No entanto, pode-se perceber que essa tendência sofreu mudanças a partir de 2017, quando houve aumento nesse percentual para as debêntures incentivadas e de infraestrutura e queda para as debêntures convencionais. Além disso, a partir desse ano a participação de pessoas físicas na distribuição das debêntures incentivadas e de infraestrutura também caiu. Isso indica que mais bancos estão comprando esses títulos, que como foi visto anteriormente, frequentemente são emitidos pela Instrução nº 476.

Tabela 11: Distribuição das Ofertas de Debêntures Convencionais, Incentivadas e de Infraestrutura (em %)

Distribuição das ofertas por detentor - volume (R\$)							
Debêntures Convencionais	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pessoas físicas	2,2%	3,5%	5,0%	3,1%	3,7%	3,4%	5,4%
Investidores institucionais	39%	34%	32%	32%	61%	52%	54%
Intermediários e demais participantes ligados à oferta	58,7%	62,1%	63,2%	64,9%	35,1%	44,8%	40,6%
Debêntures Incentivadas	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pessoas físicas	20,5%	55,0%	48,3%	39,7%	36,1%	18,2%	29,3%
Investidores institucionais	51%	31%	40%	36%	33%	40%	35%
Intermediários e demais participantes ligados à oferta	28,2%	13,7%	12,2%	24,3%	31,1%	41,8%	35,4%
Debêntures de Infraestrutura	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pessoas físicas	29,5%	55,0%	57,3%	39,7%	36,1%	20,2%	29,3%
Investidores institucionais	47%	31%	28%	36%	33%	41%	35%
Intermediários e demais participantes ligados à oferta	23,9%	13,7%	14,5%	24,3%	31,1%	38,8%	35,4%

Fonte: Elaboração Própria com dados da ANBIMA.

Além disso, Segundo Bhering, Borça e Almeida (2019), os dados do Ministério da Economia mostram que o patrimônio líquido de Fundos Incentivados de Infraestrutura (FI-Infra), que investem em renda fixa, praticamente quintuplicou de 2016 até o primeiro trimestre de 2019, passando de R\$ 2,1 bilhões, para R\$ 10,5 bilhões. Segundo esses autores esse aumento de participação dos fundos é importante para o desenvolvimento do mercado e para uma melhoria da gestão de riscos, pois como a análise de projetos costuma ser complexa, é muito difícil de ser realizada por investidores pessoas físicas. Uma equipe profissional teria mais *expertise* para precificar esses ativos, gerenciar melhor esse tipo de portfólio e acompanhar o desempenho dos projetos ao longo do tempo.

Seguindo essa tendência, no dia 25/03/2019, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) flexibilizou as regras para fundos de infraestrutura através da Instrução CVM 606, que faz alterações pontuais na Instrução CVM 555, responsável por regulamentar os fundos de investimento. Assim sendo, espera-se que a participação dos fundos de investimento seja ampliada ainda mais. Isso tem um lado positivo, visto que, aumentará a oferta para investidores que não tem tanto *know-how* de mercado, mas por outro lado, esse títulos serão adquiridos indiretamente, aumentando a concentração nas mãos de investidores profissionais e fazendo com que esses investidores pessoas físicas percam uma taxa do seu rendimento que será paga aos fundos de investimento.

Após a análise dos dados do mercado primário feita ao longo do capítulo pode-se concluir que, as debêntures incentivadas vêm ganhando importância ao longo dos últimos anos. Os volumes de recursos são crescentes, mesmo que ainda não suficientes para suprir totalmente a necessidade de investimento do país. Como foi visto no início do capítulo, através dos dados do Cemic (2018), o mercado de capitais, e em especial a emissão de debêntures, tem sido cada vez mais utilizado para o financiamento de investimentos no Brasil. Isso se deu graças a melhora nas condições de emissão desses títulos, que estão com prazo médio maior e custos de captação menores.

O aumento do interesse tanto de pessoas físicas, quanto de pessoas jurídicas e dos fundos de investimentos pelas debêntures de infraestrutura favoreceu a pulverização desses títulos. Será que isso contribuiu para o aumento da liquidez do segmento? Na próxima seção será estudada a evolução do mercado secundário desses títulos.

3.5 Mercado Secundário

Nesta última seção do capítulo será tratado um importante fator que afeta o desenvolvimento do mercado de debêntures brasileiro, que é o mercado secundário. A baixa liquidez nesse mercado dificulta a desmobilização dos papéis por parte dos possuidores e, portanto, torna o mercado de debêntures menos atraente para os investidores. Diversos fatores são responsáveis por essa baixa liquidez. Braga (2016) destaca a falta de uma plataforma eletrônica eficiente para as negociações, a falta de padronização dos títulos, e também as características da dívida pública brasileira.

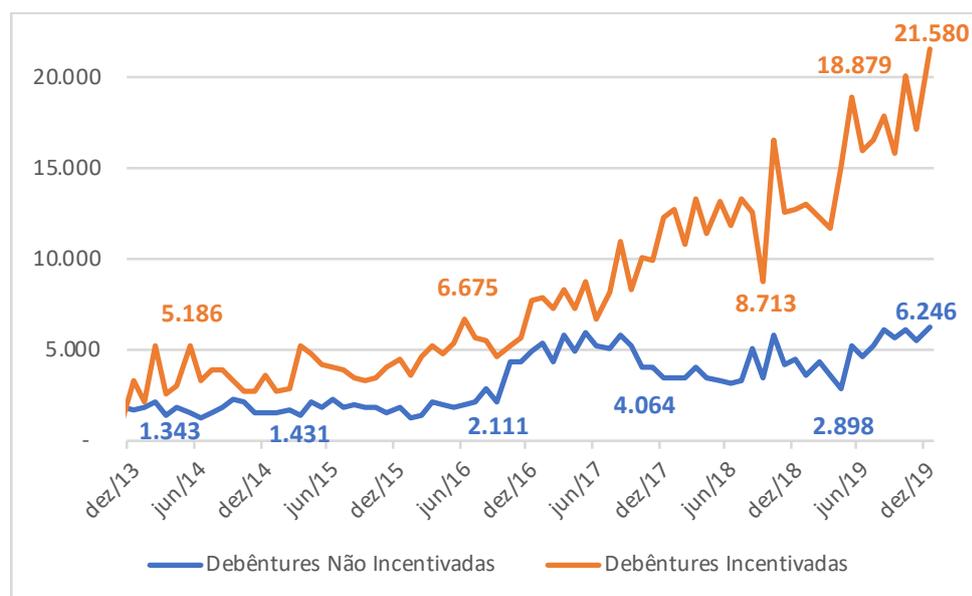
Para que o mercado secundário de debêntures se desenvolva é necessário que existam mecanismos para agilizar a análise de risco dos títulos por seus compradores, maior facilidade

de acessar informações, comparação dos ativos, unificação na metodologia de precificação e, pelo lado da oferta, redução do tempo e dos custos para estruturar e distribuir as emissões.

Dados do Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas do Ministério da Economia, mostram que esses ativos apresentaram um crescimento relevante em seu volume negociado no mercado secundário entre janeiro de 2013 e dezembro de 2019. Parte desse resultado é explicada pela expansão dos volumes emitidos no mercado primário, mas a maior pulverização entre investidores ajuda a compreender o restante dessa evolução.

Além disso, como pode ser visto no Gráfico 19 abaixo, o número de negociações no mercado secundário de debêntures incentivadas tem sido significativamente superior ao das não incentivadas. O aumento do interesse, tanto de pessoas físicas, quanto de fundos de investimentos pelas debêntures de infraestrutura favoreceu a pulverização desses papéis e contribuiu para o aumento da liquidez do segmento.

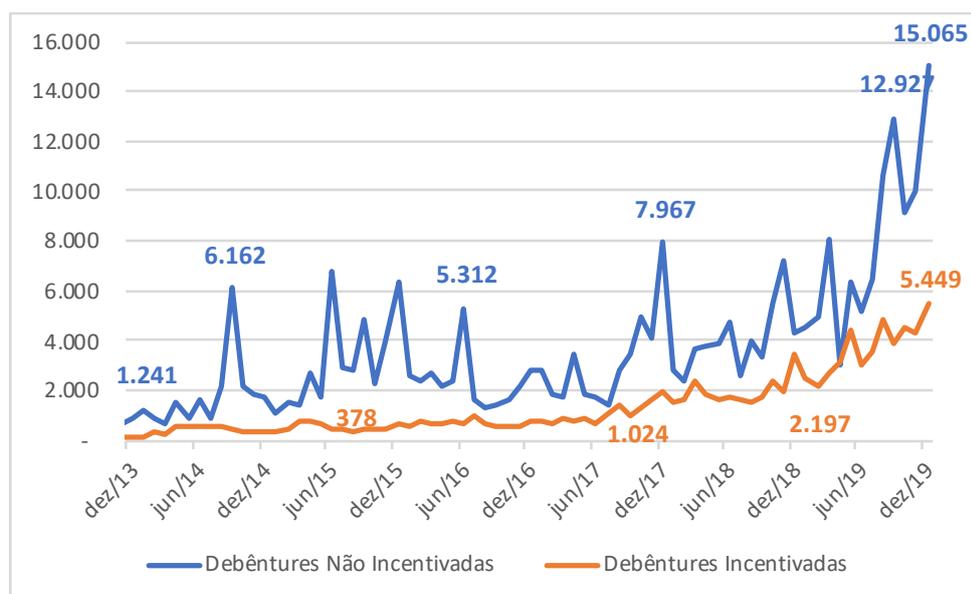
Gráfico 19: Quantidade de operações negociadas no mercado secundário de debêntures (Dez/2013 - Dez/2019*)



Fonte: Elaboração própria com dados do Ministério da Economia – SPE. (*) Deflacionado pelo IPCA.

Entretanto, como pode ser visto no Gráfico 20, essas operações, mesmo que numerosas apresentam volume baixo, já que estão relacionadas ao perfil de pessoa física. Então, analisando esse mercado também por essa perspectiva pode-se perceber que as debêntures incentivadas tiveram sucesso em contribuir para aumentar a liquidez desse mercado, porém não suficientemente para liderar uma expansão substancial dos volumes.

Gráfico 20: Volume negociado no mercado secundário de debêntures (Dez/2013 - Dez/2019*)



Fonte: Elaboração própria com dados do Ministério da Economia – SPE. (*) Deflacionado pelo IPCA

Em 2012 houve a criação do sistema de Registro Único de Negócios – Reune, feito pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – Anbima, que registra as negociações de debêntures e, assim sendo, tem grande importância no desenvolvimento deste mercado. O principal alvo da criação desse sistema são os problemas de padronização e precificação dos ativos, que dificultam a negociação no mercado secundário e levam a sua baixa liquidez, reduzindo o potencial de negociações dos títulos privados. O Reune consolida as informações sobre o segmento de renda fixa, coleta e divulga os preços das operações e ajuda a criar indicadores e parâmetros para os negócios, garantindo maior transparência para os agentes do mercado²⁰.

Assim sendo, pode-se perceber que a Lei nº 12.431/11 foi lançada com um esforço conjunto de outras políticas que pudessem otimizar sua aceitação. Estas medidas de apoio configuram uma estratégia importante de desenvolvimento do financiamento de longo prazo no país. De toda forma, como pode ser visto no Gráfico 21, a demanda tem se mostrado favorável a esses papéis, já que em todos os anos do período analisado a quantidade de debêntures incentivadas transacionadas no mercado secundário foi superior a quantidade transacionada das debêntures

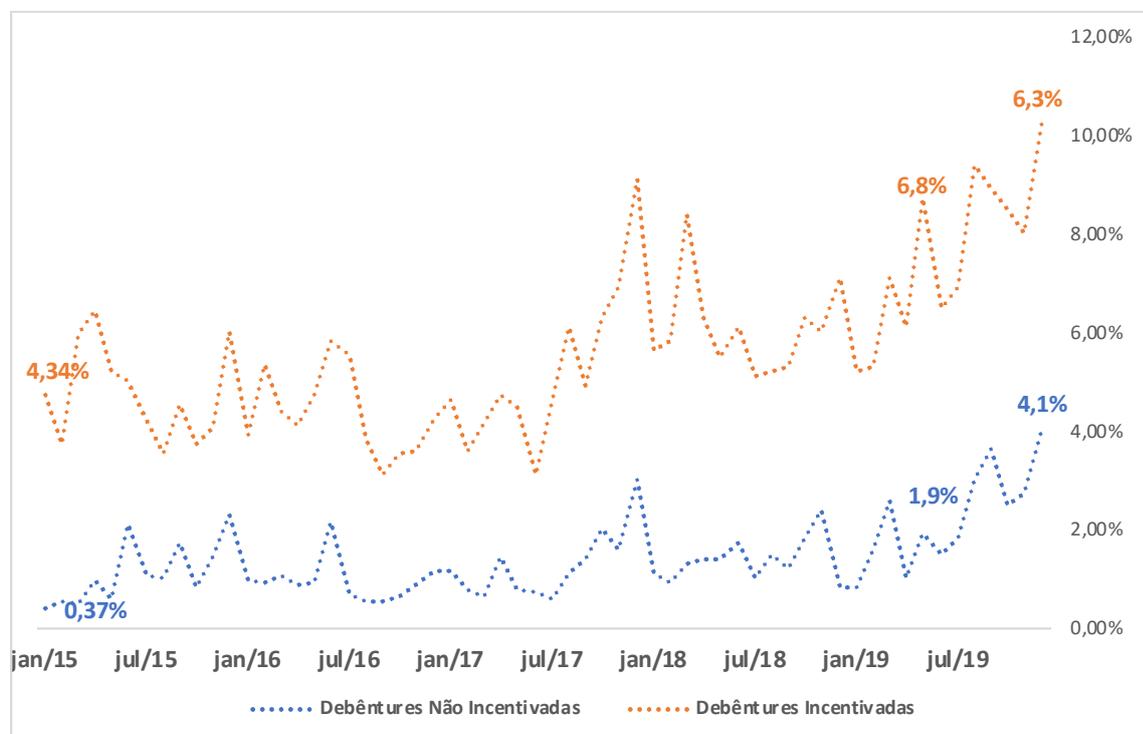
²⁰ Além disso, em 2011 a Anbima também criou o Novo Mercado de Renda Fixa, que estabelece normas para as emissões, com títulos de baixo valor unitário, e a necessidade de emissão de rating de crédito, para reduzir a resistência na aquisição dos títulos pelas pessoas físicas e não residentes.

não incentivadas, ou seja, a lei favoreceu o desenvolvimento do mercado secundário de debêntures brasileiro.

Além disso, nos últimos anos esses números têm sido ainda mais expressivos. Segundo dados da ANBIMA, no ano de 2018 as operações com debêntures de infraestrutura no mercado secundário cresceram 49% e representaram 82% das negociações de debêntures.

Entretanto, é importante destacar que, apesar de numerosas, as operações ainda apresentam um volume baixo, já que, na maioria das vezes está relacionado ao perfil pessoa física. Mesmo assim, o giro (volume negociado/ estoque de mercado) das debêntures de infraestrutura no mercado secundário também mostra tendência de crescimento, sendo mais do que o dobro das debêntures convencionais, como pode ser visto no gráfico 21. Um fator que contribuiu para esse resultado das debêntures não incentivadas foi a predominância de emissões através da Instrução 476 da CVM, que permitiu a maior presença do crédito bancário nesse mercado, como uma forma de securitizar empréstimos e assim desfavoreceu uma das principais funções do mercado de debêntures, que seria financiar os investimentos produtivos das empresas, diversificando seus investidores.

Gráfico 21: Giro no Mercado Secundário de debêntures de janeiro/2015 até maio/2019 (em % da razão volume negociado/estoque)



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

A Lei 12.431/11 também trouxe outros benefícios para o mercado secundário de debêntures. Segundo Torres e Macahyba (2012) o artigo 5º acabou com uma grave distorção existente na legislação do Imposto Renda incidente no pagamento de cupons. Antes dessa lei, se o investidor adquirisse no mercado secundário um título que pagasse rendimentos periódicos seria penalizado pela bitributação do rendimento, já que o imposto era recolhido pro rata tempore no momento em que o papel trocava de proprietário e novamente, pelo seu valor integral, na data do pagamento do cupom, em geral realizado semestralmente pelo emissor.

Outro ponto importante relacionado ao mercado secundário de debêntures é a concorrência com os títulos públicos. Quando em 2006, o investidor estrangeiro começou a adquirir títulos públicos federais, estimulado pela isenção do imposto de renda nos rendimentos desses ativos, encontrou um segmento bem mais maduro, tanto pela existência de um grande estoque de papéis, quanto pela liquidez e pelo número de participantes do mercado secundário. Isso não ocorreu no mercado de títulos privados brasileiro, fazendo com que esses investidores não fossem estimulados a entrar nesse mercado.

No entanto, Torres e Macahyba (2012) apontam que a ausência de um mercado secundário ativo não seria um impedimento ao avanço do mercado no curto prazo. Investidores estrangeiros e até mesmo nacionais estariam dispostos a adquirir títulos de longo prazo de empresas brasileiras desde que apresentassem uma relação risco- retorno atraente. Na prática, há uma demanda crescente por títulos privados e a expansão que já vem sendo registrada nessa área mostra que está havendo uma competição feroz por papéis de boa qualidade.

Portanto, importantes medidas foram tomadas no sentido de aumentar a liquidez do mercado secundário de debêntures. A criação do Sistema Reune, o esforço para unificação dos títulos e o fim da bitributação com a criação da Lei 12.431/11 (artigo 5º) são alguns exemplos de medidas que foram tomadas nesse sentido. Entretanto, uma grande parte do problema, a concentração desses ativos nas mãos de poucos investidores, ainda continua sem solução.

3.6 Considerações Finais

Diante do exposto nas seções anteriores pode-se concluir que, as debêntures de infraestrutura estão, ao longo dos últimos anos, ganhando importância relativa como fonte de financiamento de projetos de investimento. Os volumes de recursos, embora ainda reduzidos frente às necessidades do país, são crescentes. As condições de emissão também veem se tornando mais atrativas: as taxas de juros, que não são indexadas as taxas de curto prazo (DI), estão apresentando um comportamento de queda, o que reduz os custos de captação e os prazos

médios estão se dilatando (atingindo 10 anos). Contudo, ainda há grande concentração setorial nas emissões, particularmente em energia e transportes, segmentos cujos riscos associados aos projetos são relativamente menores. Além disso, como foi mostrado ao longo do capítulo está ocorrendo uma concentração crescente das emissões pela ICVM 476, o que acaba permitindo que o mercado de crédito securitize seus empréstimos através do mercado de debêntures, ou seja, um dos maiores entraves a esse mercado, que é a concentração desses títulos nas mãos de poucos investidores, continua sem solução.

Do ponto de vista do mercado secundário, as debêntures de infraestrutura apresentam maior liquidez do que os ativos que não contam com incentivos tributários. Em termos absolutos, porém, ainda apresentam baixa liquidez, o que, juntamente, com a concorrência dos títulos públicos, que possuem um mercado secundário mais líquido, acaba por desestimular a entrada de alguns investidores no mercado de debêntures incentivadas. Vimos que em função dos benefícios tributários, o segmento de pessoas físicas vem sendo particularmente importante como detentor das debêntures de infraestrutura. Sua participação é seis vezes superior em relação às debêntures corporativas tradicionais. E isso tende a se elevar, uma vez que os investidores de varejo estão tendo maior acesso a esses papéis também via fundos de investimento em infraestrutura. No entanto, os recursos captados por esse instrumento ainda estão muito aquém do necessário para sanar o déficit de infraestrutura do país. Assim sendo, novas medidas devem continuar sendo pensadas e tomadas para gerar um impacto positivo sobre um dos maiores entraves ao investimento na economia brasileira: o financiamento de longo prazo.

Portanto, pode-se concluir que a lei 12.431 teve sucesso parcial no que diz respeito ao cumprimento dos três objetivos elencados no final do capítulo anterior. Para viabilizar o financiamento de projetos de investimento idealmente, os prazos deveriam ser mais longos para suavizar as amortizações, a demanda mais pulverizada para aumentar a concorrência no leilão de taxas de juros, o mercado secundário mais líquido para reduzir o prêmio de liquidez cobrado pelos títulos e as taxas de juros mais baixas para baratear o custo da dívida. Mesmo assim, comparando os dados do mercado de debêntures incentivadas com o mercado de debêntures em geral, pode-se perceber que essa lei tem sido eficiente para o desenvolvimento do mercado e o financiamento de investimentos em infraestrutura.

Conclusão

A presente dissertação teve como objetivo analisar os efeitos da Lei nº 12.431, de 2011, sobre o mercado de debêntures brasileiro no período de 2012 a 2019, destacando a influência desse dispositivo em aspectos estruturais do mercado e avaliando sua evolução após a adoção da medida legislativa. Em particular, buscou-se analisar se os incentivos introduzidos com a Lei obtiveram sucesso em: (i) ampliar os recursos disponíveis para o financiamento de projetos de infraestrutura; (ii) aprofundar o mercado primário de debêntures; e (iii) desenvolver o mercado secundário desses ativos. A hipótese levantada no início do trabalho foi que a Lei nº 12.431/11 teria sido capaz de atingir esses três objetivos no período 2012-2019.

Para avaliar essas questões, o trabalho contou com uma exposição inicial acerca dos fundamentos teóricos relacionados ao financiamento de projetos de investimento em infraestrutura. Reconhece-se que esses projetos têm papel fundamental no desenvolvimento das economias modernas, porém, muitas vezes, se revelem de difícil execução devido, dentre outras coisas, às complexidades dos investimentos e seus longos prazos de maturação. A dissertação se apoiou principalmente na teoria pós-keynesiana, tendo enfatizado a relevância da incerteza nas decisões de investimento e o papel a ser cumprido pelo sistema financeiro – em particular, o mercado de capitais – na provisão de recursos para tais projetos, sem que a fragilidade financeira gerada pudesse causar problemas sistêmicos de maior gravidade. Ressalta-se que a missão do financiamento de projetos de infraestrutura encontra diversos obstáculos para ser realizada pelo setor privado, seja na realização dos investimentos, seja em seu financiamento.

Com este pano teórico de fundo, analisamos a experiência brasileira com a Lei nº 12.431/11, cuja concepção pode ser associada justamente a uma tentativa de mitigar esses obstáculos ou dificuldades. No Capítulo 2, resgatou-se a discussão sobre a criação e o desenho dessa Lei e como ela evoluiu ao longo do tempo, com vistas a delimitar seus objetivos e as ações propostas para tratá-los. A partir de uma análise de diversas fontes primárias, chegou-se aos três objetivos enunciados no primeiro parágrafo dessa conclusão, sendo a forma encontrada para alcançá-los a provisão de um incentivo tributário aos investidores do mercado de debêntures brasileiro.

A análise dos resultados e da eficácia da Lei em questão tomou como referência o período de 2012 a 2019, preenchendo uma importante lacuna na literatura sobre o tema, cujo período de análise não incorporou os anos mais recentes, marcados por uma queda sustentada

das taxas de juros e pelo redimensionamento do papel do BNDES, com o encolhimento do banco de desenvolvimento.

A análise dos principais indicadores das debêntures incentivadas ou debêntures de infraestrutura sugerem que, ao longo dos últimos anos, mas especialmente no biênio 2018-9, esses instrumentos ganharam importância como fonte de financiamento de projetos de investimentos de infraestrutura. Mesmo que os volumes de recursos ainda sejam reduzidos frente às necessidades enfrentadas pelo país, é inegável sublinhar que eles foram crescentes no período analisado.

Como foi mostrado ao longo do trabalho, as condições de emissão se tornaram mais atrativas para os emissores, com custos de captação cadentes e prazos médios crescentes. Há, entretanto, grande concentração setorial nas emissões, particularmente, em energia e transportes, segmentos cujos riscos associados aos projetos são relativamente menores. Além disso, deve-se sublinhar que as emissões de debêntures incentivadas passaram gradativamente a reproduzir o padrão do mercado primário de debêntures, concentrado em distribuições com esforços restritos, regulamentadas pela Instrução nº 476, da CVM, de 2009.

Notadamente, o impacto das emissões com esforços restritos pode ser avaliado sob duas óticas distintas. De um lado, facilitou o acesso das empresas a recursos privados de mais longo prazo, visto que reduziu a burocracia para a emissão de debêntures. Por outro lado, porém, ela transformou o mercado de debêntures brasileiro em um mercado que funciona parte como mercado de capitais, parte como mercado de crédito. Isso pode ter acabado por desfavorecer uma das principais funções do mercado de debêntures, que seria limitar a capacidade dos bancos em extrair renda das empresas, conseqüentemente, reduzindo o custo do endividamento. Além disso, a convergência para emissões com esforços restritos inevitavelmente induziu a uma redução da base de investidores, fenômeno que pode ser melhor compreendido a partir da análise do mercado secundário.

No início da vigência da Lei nº 12.431/11, o segmento de pessoas físicas vinha sendo particularmente importante como detentor de debêntures de infraestrutura. Os benefícios tributários concedidos a esses detentores pareciam ter sucesso em atraí-los para esses ativos, com uma participação significativamente superior à média do mercado de debêntures corporativas como um todo. Isso proporcionou uma pulverização dos ativos, com efeitos notáveis sobre a liquidez desses papéis nos mercados secundários, cuja quantidade de negócios chegou a três vezes a quantidade de negócios do mercado tradicional.

Mais recentemente, a migração do mercado primário para ofertas 476 ampliou o papel de investidores institucionais como detentores o que poderá limitar a evolução da liquidez nos

mercados secundários. Os prós e contras desse processo, porém, ainda devem ser pesados. Por um lado, a base mais restrita de investidores pessoas físicas poderá impactar negativamente o volume de operações no secundário. Por outro lado, a maior participação de pessoas físicas via fundos de investimento pode facilitar a distribuição e gestão de riscos nesse mercado, já que estruturas profissionalizadas estariam mais preparadas para avaliações e mensurações de risco do que investidores de varejo.

A partir dessa avaliação, constatou-se que a Lei nº 12.431/11 cumpriu apenas parcialmente seus objetivos, proporcionando um aumento dos recursos para financiamento privado de projetos de investimento em infraestrutura e algum aprofundamento do mercado primário de debêntures, concentrado, porém, em emissores de baixo risco e sem alterar o padrão de operações de distribuição com esforços restritos (crédito “disfarçado”). Do ponto de vista do mercado secundário, a pulverização inicial ajudou a conferir uma liquidez inédita às debêntures incentivadas, mas o novo “padrão” de emissões primárias limitou esse efeito, minando também a consecução plena do terceiro objetivo.

Considerando a queda dos desembolsos do BNDES nos últimos anos, as debêntures de infraestrutura se revelaram uma forma alternativa de financiamento de investimentos nessa área, que possui uma série de particularidades. Esse instrumento tem potencial para atuar complementarmente ao BNDES, ampliando as fontes de *funding* para o financiamento dos investimentos em infraestrutura. Além disso, considerando o atual quadro fiscal vivido pelo setor público brasileiro – com amplas restrições autoimpostas –, pragmaticamente, se faz cada vez mais necessário encontrar alternativas para viabilizar investimentos de infraestrutura, o que irá envolver uma ampliação do peso do setor privado e suas fontes de financiamento.

Para viabilizar o financiamento de projetos de investimento, idealmente, os prazos dos ativos deveriam ser mais longos para suavizar as amortizações, a demanda primária mais pulverizada para aumentar a concorrência no leilão de taxas de juros, o mercado secundário mais líquido para reduzir o prêmio de liquidez cobrado pelos títulos e as taxas de juros mais baixas para baratear o custo da dívida. A Lei nº 12.431/11 conseguiu entregar apenas parcialmente esses elementos, restando ainda necessidades relevantes de desenvolvimento dos mercados primário e secundário das debêntures de infraestrutura no país.

Diversas melhorias estão sendo debatidas para aperfeiçoar as debêntures incentivadas de infraestrutura. A Anbima lançou em 2019 uma agenda do mercado de capitais que aponta diversas medidas para alcançar um caminho para o desenvolvimento desse mercado, entre as principais alterações apontadas para a lei nº 12.431 estão a permissão do benefício fiscal para pessoa física ou emissor, existindo a convivência das duas possibilidades de benefício; revisão

das regras de enquadramento dos fundos de infraestrutura; concessão de benefício ao investidor estrangeiro por meio da não taxação na internação de recursos e a divulgação padronizada de fórmulas de cálculos de debêntures (Anbima e B3, 2019, p. 30). Verifica-se, assim, que esse instrumento de financiamento pode ser aprimorado para continuar ganhando relevância no mercado de capitais. Este trabalho procurou contribuir para este debate apontando também as limitações da Lei nº 12.431/11. Como, aparentemente, o mercado de debêntures será um dos principais responsáveis por suprir a necessidade de recursos de longo prazo no Brasil, quanto mais profundo for o debate sobre suas características e determinantes, maior a capacidade de serem desenhadas políticas adequadas para promover seu desenvolvimento.

Referências

- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA.
Boletim do Mercado de capitais
- ANBIMA (2017). Lei nº 12.431/11: Portarias Ministeriais – Requisitos.
- ANBIMA e B3 (2019). Mercado de Capitais: Caminho para o desenvolvimento. Disponível em:
<https://www.anbima.com.br/data/files/0A/D6/9F/C5/D9A956105B26D856A9A80AC2/Relatorio-Agenda-Mercado-de-Capitais-ANBIMA-B3-Digital.pdf>
- ANDIMA (2008). Debêntures. Estudos Especiais, Produtos de Captação. Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro. – Rio de Janeiro: ANDIMA, 2008.
- BELLUZZO, L. G. M., ALMEIDA, J. S. G. (2002). Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. 1. Ed. Rio de Janeiro Civilização Brasileira.
- BRAGA, K. (2016). As debêntures incentivadas na conjuntura do financiamento de longo prazo de infraestrutura no Brasil. Prêmio ABDE – BID, Edição 2016.
- BRAGANÇA, G., PESSOA, M. e SOUZA, G. (2015). Evolução Recente do Mercado de Debêntures no Brasil: As Debêntures Incentivadas. Texto para Discussão 2158, IPEA.
- CARVALHO, F. (1997). Financial Innovation and the Post Keynesian Approach to the “Process of Capital Formation”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 19(3): 461-487.
- CARVALHO, F. (2009). Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos. Segundo relatório do Projeto de Pesquisa BNDES-FECAMP – 2008/2009.
- CARVALHO, F.; SOUZA, F. E. P. de; SICSÚ, J.; DE PAULA, L. F. R.; e STUDART, R. (2010). *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Campus.

- CARVALHO, P. (2017). Perfil e Determinantes do Mercado de Debêntures no Brasil no Período 2004-2014. Tese de Doutorado em Economia (PPGE). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Brasil.
- CASTELO, A. M. & DIAS, E. C. (2014). O duplo nó do financiamento de longo prazo. *Conjuntura da Construção*, v. 12, n. 2, p. 7-9.
- CHIRINKO, R. S. (1993). Business fixed investment spending: modeling strategies, empirical results, and policy implications. *Journal of Economic Literature*, vol. 31, p. 1875-1911, Dec. 1993.
- COSTA, A. C. A. & CARRASCO, V. (2018). *Infraestrutura: Regras e Incentivos – série panorama brasil*, Oliver Wyman
- DAVIDSON, P. (2011). *John Maynard Keynes*. São Paulo: Actual Editora, 2011.
- DE PAULA, L. F & FARIA JR, J. A. (2012). Mercado de Títulos de Dívida Corporativa Privada no Brasil: Aspectos Estruturais e Evolução Recente. *Revista de Economia Contemporânea*, v.16, n.1, pp. 107-137
- DE PAULA, L. F. (2014). *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: Uma Abordagem Keynesiana*. Rio de Janeiro, Elsevier.
- EICHNER, A. (1976). *The Megacorp and Oligopoly: Micro Foundations of Macro Dynamics* Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- HERMANN, J. (2011). O Mercado de Títulos Privados e a Inadequação da Curva de Rendimentos no Brasil: Análise Teórica e da Experiência Pós-Estabilização (1995-2010). Working Paper no14, BNDES/ANPEC.
- IEDI (2010). *Financiamento Voluntário de Longo Prazo no Brasil – Análises e Recomendações*. Instituto Talento Brasil; 2010.

- IMF – International Monetary Fund (2014).. World Economic Outlook. Washington: IMF, cap.3.
- KALECKI, M. (1937) Principle of increasing risk. *Economica*, New Series, vol. 4, n. 16, p. 440-447.
- KALECKI, M. (1954). Theory of Economic Dynamics: An essay on cyclical and long- run changes in capitalist economy. Ed. 1965, New York: Monthly Review Press.
- KALECKI, M. (1977). Trend and Economic Cycle. In: MIGLIOLI, J. (org.), *Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas*, São Paulo: Hucitec.
- KEYNES, J.M. (1930/2011). *Treatise on Monet, Two Volumes Complete in One*. Mansfield Centre: Martino Publishing.
- KEYNES, J.M. (2936/2007) *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Palgrave MacMillan.
- KEYNES, J.M. (1937). The ex-ante theory of the rate of interest. *Economic Journal*, December.
- KEYNES, J.M. (1973). The general theory of employment. In: MOGGRIDGE, D. *The General Theory and After: Defence and Development. Collected Writtings*, vol. XIV. London: Macmillan.
- LEVINE, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, XXXV: 688-726.
- LEVINE, R. (2004). Finance and Growth: Theory and Evidence. NBER Working Paper n. 10766. MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- MEYER, T. (2019). Determinantes do Investimento Privado no Brasil no Período Recente: Uma abordagem Pós-Keynesiana. Tese de Doutorado em Economia. Universidade Estadual do Rio de Janeiro, Brasil.

- MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.
- OEDC (2015). *Infrastructure Financing Instruments and Incentives*. OECD
- PEREIRA, T. e MITERHOF, M. (2019). Debêntures de infraestrutura como veículo de alocação de subsídios corretivos a projetos intensivos em externalidades: Qual é a fração do custo fiscal transferida aos projetos? (Aguardando para ser publicado)
- PUGA, F. et al. (2010). O Brasil Diante de um novo ciclo de investimento e crescimento econômico. Em: ALÉM, A. C. & GIAMBIAGI, F. (orgs.) *O BNDES em um Brasil em transição*. Rio de Janeiro: BNDES, 2010.
- SCHWAB, K. (2019). *The Global Competitiveness Report 2019*. World Economic Forum.
- STUDART, R. (1995-1996). The efficiency of financial systems, liberalization, and economic development. *Journal of Post Keynesian Economics*, 18(2): 269-292.
- TORRES FILHO, E. e MACAHYBA, L. (2012). *O Elo Perdido - O Mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas*. IEDI-Instituto Talento Brasil.
- TORRES Filho, E. e MACAHYBA, L. (2014). *Os Mercados Brasileiro e Britânico de Títulos Corporativos: Evolução Recente, Estrutura Regulatória, Principais Problemas e Propostas para o Desenvolvimento do Mercado Brasileiro*. Brasília: CNI.
- TORRES FILHO, E. e MACAHYBA, L. (2015). Long Term Corporate Financing in Brazil: Is Brazil Becoming “Normal”? Texto para discussão no2, MINDS.
- TORRES FILHO, E. (2018). A crise do BNDES – Como evitar a desmontagem. Publicado em: <https://pt.org.br/ernani-teixeira-torres-filho-a-crise-do-bndes-como-evitar-a-desmontagem/> Último acesso em: 02/09/2020 as 19:22h.
- ZYSMAN, J. (1983). *Governments, Markets, and Growth*. London: Cornell University Press.