

Título do capítulo	CAPÍTULO 2 – FINANCIAMENTO À INFRAESTRUTURA: DESENVOLVIMENTO INSTITUCIONAL E DESEMPENHO DO MERCADO DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS
Autores(as)	Mauro Santos Silva
DOI	http://dx.doi.org/10.38116/978-65-5635-040-0/capitulo2

Título do livro	CONCESSÕES E PARCERIAS PÚBLICO-PRIVADAS: POLÍTICAS PÚBLICAS PARA PROVISÃO DE INFRAESTRUTURA
Organizadores(as)	Mauro Santos Silva
Volume	-
Série	-
Cidade	Brasília
Editora	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea)
Ano	2022
Edição	-
ISBN	978-65-5635-040-0
DOI	http://dx.doi.org/10.38116/978-65-5635-040-0

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – ipea 2022

As publicações do Ipea estão disponíveis para *download* gratuito nos formatos PDF (todas) e EPUB (livros e periódicos). Acesse: <http://www.ipea.gov.br/portal/publicacoes>

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério da Economia.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

FINANCIAMENTO À INFRAESTRUTURA: DESENVOLVIMENTO INSTITUCIONAL E DESEMPENHO DO MERCADO DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS

Mauro Santos Silva¹

1 INTRODUÇÃO

Este capítulo apresenta uma análise exploratória do desenvolvimento institucional e do desempenho do mercado de títulos de dívida corporativa de longo prazo, doravante denominadas *debêntures de infraestrutura*,² emitidos por empresas não financeiras do setor de infraestrutura no período 2012-2020. Nesse mercado, os recursos são captados com o propósito de financiar projetos de implantação, ampliação, manutenção, recuperação, adequação ou modernização de equipamentos de empreendimentos de logística e transporte, mobilidade urbana, energia, telecomunicações, radiodifusão, saneamento básico e irrigação.³

A análise tem por objetivos sistematizar os principais elementos que moldaram o arranjo institucional de incentivos determinantes da construção do mercado de debêntures incentivadas; interpretar, em termos exploratórios, os dados sobre indicadores relacionados ao desempenho do mercado de debêntures incentivadas; e apresentar propostas para uma agenda de políticas públicas direcionadas ao aperfeiçoamento do arranjo institucional referente ao mercado de debêntures incentivadas. A metodologia adotada fez uso de revisão bibliográfica, pesquisa de documentos normativos e análise de dados disponibilizados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e pela Secretaria de Política Econômica (SPE) do ME.

Esta análise admite, por hipótese, que o arranjo institucional centrado em incentivos tributários concedidos aos investidores em debêntures de infraestrutura constitui condição importante, mas não suficiente, para a equidade competitiva no mercado de títulos (dívidas pública e privada). O aperfeiçoamento incremental

1. Especialista em políticas públicas e gestão governamental (EPPGG) do Ministério da Economia (ME), em exercício no Ipea. E-mail: <mauro.santos@ipea.gov.br>.

2. As debêntures incentivadas podem ser originadas por projetos de infraestrutura e projetos voltados à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação, conforme a Lei nº 12.431/2012. Neste capítulo, a análise é orientada exclusivamente ao mercado de debêntures incentivadas de infraestrutura.

3. Conforme regulamentado pelos Decretos nºs 7.603/2011 e 8.872/2016.

desse arranjo passa por questões relacionadas aos incentivos tributários, mas demanda atenção no que concerne a outros fatores relevantes ao desenvolvimento institucional do mercado de dívida corporativa de longo prazo emitida por projetos de infraestrutura.

O texto está organizado em seis seções. Após esta introdução, a seção 2 apresenta uma revisão da literatura sobre desenvolvimento financeiro e crescimento doméstico de dívida corporativa. A seção 3 comenta sobre as especificidades do financiamento de infraestrutura por títulos de dívida baseados em projetos (*project bonds*). A seção 4 revisa o processo de construção institucional do mercado de debêntures incentivadas de infraestrutura. A seção 5 apresenta uma análise exploratória sobre o desempenho do mercado de debêntures incentivadas de infraestrutura. Por fim, a seção final apresenta algumas breves conclusões e recomendações para uma agenda de políticas públicas.

2 DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E MERCADO DOMÉSTICO DE DÍVIDA CORPORATIVA: BREVE REVISÃO DA LITERATURA

O crescimento econômico é um tema multidimensional. Uma dessas dimensões diz respeito às finanças e ao modo de organização do sistema financeiro. Os processos relacionados à formação de poupança, à constituição de múltiplos canais de fluxo de fundos entre poupadores e investidores e ao perfil de atuação dos intermediários financeiros são fundamentais na moldagem do ambiente de investimentos e na determinação do crescimento econômico.

A relação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico possui uma longa e controversa trajetória na literatura.⁴ Há concordância quanto à relevância do desenvolvimento financeiro para o crescimento econômico; no entanto, há controvérsia quanto ao papel exercido pelas finanças na determinação do crescimento. O processo de desenvolvimento econômico gera demandas, e estas são respondidas de modo passivo e automático pelo sistema financeiro? Ou o desenvolvimento das instituições, dos mercados e dos instrumentos financeiros são capazes de exercer um papel ativo; isto é, ampliar a formação de poupança e os processos de investimento e, conseqüentemente, contribuir para a determinação da aceleração do crescimento econômico?

Ao analisar essa relação, Levine (1997, p. 688), ressalta: “a preponderância do raciocínio teórico e a evidência empírica sugere uma relação positiva de primeira ordem entre desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico”. Sistemas financeiros são funcionais ao crescimento, à medida que reduzem problemas derivados de assimetrias de informações e de custos de transação associados à seleção

4. Para uma revisão da literatura sobre a controvérsia entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico, ver De Paula (2014, p. 85-123).

e ao monitoramento de contratos de investimentos; permitem a formação e o agrupamento de poupanças individuais e viabilizam investimentos em larga escala; originam arranjos contratuais especializados; e otimizam a capacidade de gerenciamento de riscos. Ao exercer essas funções, os sistemas financeiros contribuem para a ampliação das taxas de formação de poupança e a facilitação da alocação de capital em projetos de investimentos e inovação tecnológica, fatos que produzem repercussões positivas sobre o crescimento de longo prazo (*op. cit.*, p. 689-691).

Em uma revisão de literatura sobre a pesquisa teórica e empírica relativa à evolução do mercado de capitais⁵ nos últimos vinte anos, Carvajal e Bebczuk (2019) afirmam que as evidências apontam para alta correlação entre o desenvolvimento dos mercados de capitais e o crescimento econômico; no entanto, ressaltam haver uma causalidade de mão dupla: “o desenvolvimento dos mercados de capitais gera crescimento econômico, mas o nível do produto interno bruto [PIB] (proeminentemente, *per capita*) também contribui para mais aprofundamento do mercado de capitais” (*op. cit.*, p. 5, tradução nossa). O texto também observa, como requisitos necessários ao desenvolvimento do mercado de capitais, a estabilidade macroeconômica, a maturidade do ambiente regulatório e jurídico, bem como a presença de intuições bancárias e investidores institucionais com capacidade para operar em ambientes financeiros sofisticados.⁶

Entretanto, o que seria um mercado de capitais desenvolvido? Demekas e Nerlich (2020, p. 1-8), em publicação elaborada no âmbito de uma agenda institucional conjunta do Banco Mundial e do Internacional Finance Corporation (IFC),⁷ respondem que mercados desenvolvidos são aqueles em que emissores corporativos e investidores institucionais e fundos mútuos exercem participação ativa no mercado, bem como transacionam uma ampla variedade de ativos financeiros, relacionados à dívida e a títulos de propriedade. Há infraestrutura sofisticada composta por plataformas de negociação, câmaras de compensação e instituições depositárias. O funcionamento desses mercados é caracterizado por regularidade, transparência e grau de liquidez capaz de fazer com que os preços reflitam as condições de mercado.

5. De acordo com Narayanaswamy, Blitzer e Carvajal (2017, p. 1), “os mercados financeiros compreendem os mercados de capital e monetário. Os mercados de capitais referem-se aos mercados que negociam instrumentos financeiros com vencimentos superiores a um ano. Os mercados monetários negociam títulos de dívida ou instrumentos com vencimentos de um ano ou menos”.

6. O texto de Carvajal e Bebczuk (2019, p. 9, tradução nossa) ressalta, como limitações da revisão de literatura, que: “a maior parte da pesquisa empírica concentra-se no mercado de ações, enquanto o mercado de títulos corporativos tem recebido menos atenção – em particular, em relação ao papel dos mercados de títulos corporativos no crescimento econômico. Em segundo lugar, a maior parte da pesquisa centra-se nos mercados secundários, ao passo que menos atenção tem sido dada aos mercados primários, que são, de fato, o primeiro canal por meio do qual os mercados de capitais influenciam a economia real”.

7. O Banco Mundial e a IFC lançaram o Programa Conjunto de Mercados de Capitais (J-CAP) em meados de 2017, com o objetivo de apoiar o desenvolvimento dos mercados de capitais locais. O J-CAP mobiliza especialistas em todo o Grupo Banco Mundial para promover mercados de capital locais profundos, eficientes e bem regulamentados, que criam acesso a financiamento em moeda local de longo prazo (Demekas e Nerlich, 2020).

O papel do Estado na construção de mercados de capitais em economias em desenvolvimento também é analisado por Demekas e Nerlich (2020, p. 1-8). A função primordial do Estado, além da implementação de uma agenda de reformas regulatórias, que pode incluir movimentos de liberalização de mercados e privatização de ativos, envolve a provisão de ordenamento jurídico e institucional capaz de assegurar os direitos de propriedade e um ambiente macroeconômico estável, orientado por princípios de prudencial fiscal. O gerenciamento da dívida pública – em especial, os prazos e as taxas de juros praticados no mercado de títulos públicos – estrutura a referência para os processos de precificação e determinação de prazos de vencimentos dos títulos corporativos.

No entanto, Demekas e Nerlich (2020) observam a inexistência de modelo único ou roteiro uniforme para a determinação da trajetória de desenvolvimento e equilíbrio entre mercados e políticas públicas. Sob determinadas circunstâncias “o simples *laissez faire* pode não ser suficiente para o desenvolvimento do mercado de capitais” (*op. cit.*, p. 7-8). A intervenção governamental pode envolver inclusive políticas orientadas à “alteração dos incentivos dos participantes do mercado privado”.

Em análise do processo de expansão recente do financiamento por dívida corporativa na Ásia, Abraham, Cortina e Schmukler (2019) mencionam a expansão acelerada dos mercados domésticos como um aspecto novo, ocorrido nas duas últimas décadas, fato que os tornou preponderantes *vis-à-vis* as emissões em mercados internacionais que haviam vivenciado um *boom* nos anos 1990. Esse movimento recente foi influenciado pelo crescimento dos investidores institucionais e pela implementação de agendas de reformas regulatórias no mercado de capitais. Houve ampliação do número de empresas e diversificação dos setores de economias emergentes, que optaram por emissões em moeda local, não sujeitas a riscos cambiais.⁸

O desenvolvimento do mercado doméstico de dívida corporativa amplia e diversifica as possibilidades de estruturação de capital para financiamento de planos de investimentos empresariais de longo prazo. Pelo menos cinco razões são mencionadas na argumentação sobre a importância do desenvolvimento do mercado doméstico de dívida corporativa para o financiamento de projetos indutores do crescimento econômico, são estas: a diversificação das fontes de mobilização de capitais capazes de viabilizar planos de investimentos empresariais de longo prazo; a redução dos custos financeiros proporcionados pelo financiamento direto *vis-à-vis* os custos associados ao financiamento mediante intermediação bancária; a ampliação do grau de liberdade para desenhar contratos de captação de recursos

8. Abraham, Cortina e Schmukler (2019, p. 30, tradução nossa) ressaltam que “embora as evidências usadas neste artigo se concentrem amplamente no Leste Asiático, a região é responsável pela maior parte da atividade de levantamento de capital nas economias emergentes. Além disso, os dados indicam que a atividade de emissão doméstica também cresceu relativamente mais rápido que a atividade internacional em outras economias emergentes”.

que atendam às especificidades dos projetos de investimentos e permitam o alcance de um padrão adequado a mitigação de riscos de descasamentos de prazos entre ativos e passivos; e a maior eficiência dos procedimentos associados à precificação e à gestão de riscos (IMF e WBG, 2001, p. 361; Iosco, 2002, p. 3-6).

O desenvolvimento do mercado doméstico também é observado como gerador de efeitos favoráveis sobre a organização do sistema financeiro quando analisado pelo lado da oferta de capitais. Isso ocorre à medida que viabiliza novas oportunidades de negócios, amplia as possibilidades de diversificação das carteiras e permite adoção de novos procedimentos de gerenciamento de risco por parte de investidores institucionais e de varejo).

De acordo com Narayanaswamy, Blitzer e Carvajal:

Há uma alta correlação entre os fundamentos – em particular, o tamanho da economia em termos de produto interno bruto agregado e renda *per capita* – e o nível de desenvolvimento dos mercados de capital locais. Isso explica em grande parte porque, em geral, os mercados de capitais estão em estágio embrionário em países menores e de baixa renda. Para os países de renda média e maior, as diferenças significativas entre os países são explicadas mais pelo desenvolvimento institucional, o tamanho da base de investidores institucionais, o nível de poupança contratual, como fundos de pensão, e a estabilidade macroeconômica (Narayanaswamy, Blitzer e Carvajal, 2017, p. 3, tradução nossa).

O mercado doméstico de títulos de dívida é compartilhado por emissões corporativas do setor não financeiro, por emissões de instituições do setor financeiro e por emissões soberanas, relacionadas aos títulos da dívida pública, com forte preponderância desse último segmento. Esse mercado atende a múltiplos objetivos dos responsáveis pela condução da política econômica. Os títulos públicos são fundamentais na gestão da política fiscal voltada ao financiamento do *deficit* público e cumprem função essencial na gestão de liquidez da economia no âmbito da condução da política monetária (Turner, 2002). Além disso, a relação entre a taxa de juros e o tempo de maturação dos títulos públicos constitui uma curva de juros e, nesses termos, estabelece um padrão de referência eficiente para precificações de emissões privadas nos mercados primários e secundários, observados os prazos de vencimento e o risco de crédito de cada emissor (IMF e WBG, 2001, p. 375).

IMF e WBG (2020, p. 20) e Narayanaswamy, Blitzer e Carvajal (2017, p. 3) observam como pré-condições para o desenvolvimento dos mercados domésticos de títulos corporativos, entre outros fatores: a estabilidade macroeconômica; a maturidade da infraestrutura do sistema financeiro (regulação, supervisão, compensação, liquidação, custódia etc.); a disponibilidade de ambiente institucional capaz de garantir segurança jurídica às relações contratuais; base diversificada de investidores institucionais; volume expressivo de poupança contratual; e o tamanho e o grau de diversificação da estrutura produtiva.

A International Organization of Securities Commissions (Iosco), ao analisar as pré-condições necessárias ao desenvolvimento do mercado doméstico de títulos de dívida corporativa, ressalta os fatores associados ao ambiente macroeconômico:

Isso inclui a necessidade de um crescimento econômico suficientemente forte, que possa gerar emissores e investidores adequados, bem como um ambiente de taxas de juros estáveis e suficientemente baixas, que possibilitem facilitar o investimento, especialmente em instrumentos de renda fixa (Iosco, 2002, p. 8, tradução nossa).

O movimento recente de maior relevância no âmbito do desenvolvimento institucional do mercado de dívida corporativa foram as iniciativas associadas às emissões de títulos baseadas em compromissos relacionados ao uso dos recursos em setores/projetos ambientalmente sustentáveis, ou ao alcance de metas de desempenho vinculadas às variáveis de natureza ambiental, social e de governança.^{9,10}

Os mecanismos financeiros, inclusive títulos corporativos, constituem instrumentos importantes para o processo de adaptação à economia de baixo carbono. Um segmento cada vez mais expressivo de investidores considera a mitigação das mudanças climáticas como uma variável relevante na escolha nas decisões de investimento. O desenvolvimento de arranjos institucionais específicos pode facilitar a aceleração do processo de ampliação dos mercados domésticos de títulos verdes e, conseqüentemente, oferecer oportunidades adicionais ao financiamento de infraestrutura sustentável. Dois desafios demandam atenção primordial: a viabilização de escalas mínimas de emissões compatíveis com os interesses dos subscritores; e a redução dos custos de transação. Instituições financeiras como bancos de desenvolvimento e bancos multilaterais podem desempenhar um papel relevante na estruturação de incentivos orientados à participação de emissores e investidores nesse segmento do mercado financeiro (Banga, 2019, p. 17-19).

A instituição dos The Green Bond Principles (GBP), elaborados e publicados pela International Capital Markets Association (ICMA) em 2014 e revisados em 2018, fortaleceu o modelo de emissão de títulos baseados em uso dos recursos naturais. Essa iniciativa forneceu aos emissores e aos investidores um conjunto de recomendações orientadas ao desenvolvimento de modelagem de emissão de títulos de dívida corporativa, para financiamento ou refinanciamento de projetos, centrada em compromissos com a sustentabilidade ambiental e, em especial, uma

9. De acordo com IFC (2016, p. 1, tradução nossa): "A primeira obrigação verde foi emitida em 2007 pelo Banco Europeu de Investimento, sob o rótulo Climate Awareness Bond, como uma obrigação estruturada com recursos dedicados a projetos de energia renovável e eficiência energética. O Banco Mundial emitiu seu primeiro título verde em 2008, um título de SEK 2,3 bilhões, com vencimento em seis anos para um grupo de investidores escandinavos. E, em março de 2013, a IFC emitiu um título de referência de US\$ 1 bilhão. Os bancos multilaterais de desenvolvimento foram os únicos emissores de títulos verdes até 2012, quando os primeiros títulos verdes corporativos foram emitidos".

10. Esses títulos assumem quatro modalidades: títulos verdes (*green bonds*); títulos sociais (*social bonds*); títulos de sustentabilidade, com caráter socioambiental (*sustainability bonds*); e títulos vinculados à sustentabilidade (*sustainability-linked bonds*), conforme classificação disponibilizada pela B3 Brasil, Bolsa e Balcão, disponível em: <<https://bit.ly/3EMnTCy>>.

economia de baixo carbono, nos termos definidos pelo Acordo de Paris, em dezembro de 2015.¹¹ A adesão aos princípios é voluntária e independente. Os objetivos primordiais estão relacionados à mitigação das mudanças climáticas, à adaptação às mudanças climáticas, à conservação de recursos naturais, à conservação da biodiversidade e a prevenção e controle da poluição (ICMA, 2018).¹²

Em 2020, o ICMA publicou *The Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP). Esse novo documento apresenta recomendações de diretrizes e adesão voluntária e independente, para a modelagem de emissões de títulos corporativos compromissados com fatores relacionados ao alcance de metas de natureza ambiental, social e de governança (em inglês, *environmental, social and governance* – ESG). Nesse modelo, há emissão de títulos baseada em metas de desempenho de sustentabilidade (em inglês, *sustainability-linked bonds* – SLB) em um prazo determinado especificado em contrato; portanto, os propósitos são concernentes à melhoria de desempenho futuro de uma variável ESG, monitorada com base em indicadores-chave e certificada por verificador independente (ICMA, 2020, p. 1 e 2).

3 FINANCIAMENTO DE INFRAESTRUTURA POR DÍVIDA COPORATIVA EMITIDA POR PROJETO (*PROJECT BONDS*)

O conceito de infraestrutura é definido como uma classe de ativos complexa. Entre as principais características, estão o fato de ser capital intensivo, possuir longo prazo de maturação e elevado grau de especificidade, produzir efeitos de externalidades em larga escala, constituir mapas de riscos complexos, dispor de alta exposição à ocorrência de eventos não antecipados (incertezas), apresentar elevada interdependência entre as partes contratantes e estar vinculada a contratos incompletos.

Os investimentos em infraestrutura produzem efeitos relevantes sobre o crescimento da produtividade e da competitividade. Bertussi, Takasago e Guilhoto (2020, p. 164-166), com base em cálculos do índice Rasmussen-Hirschman, que mensura o grau de efeitos de encadeamento gerados por setores econômicos, ressaltam que os setores de energia elétrica e transportes apresentam elevados efeitos positivos de encadeamento para trás, relativos à demanda por insumos, e para frente, concernentes ao fornecimento de insumos; portanto, são estratégicos para o desenvolvimento da economia brasileira.

No Brasil, os projetos de infraestrutura são, em grande parte, organizados a partir de contratos de concessões. Nesses casos, as modelagens tarifárias adotadas, em geral, garantem reajustes tarifários anuais por índice de preço (em geral, o Índice

11. Informações sobre o Acordo de Paris de dezembro de 2015 estão disponíveis na página da United Nations Climate Change, disponível em: <<https://bit.ly/3pHcRdF>>.

12. Uma iniciativa internacional relevante em assuntos relacionados à padronização e à certificação de sustentabilidade de títulos corporativos, programas de créditos e outros instrumentos financeiros é o Climate Bonds Standard and Certification Scheme, instituído pelo Climate Bonds Initiative. Informações disponíveis em: <<https://bit.ly/31c0gpc>>.

Nacional de Preços ao Consumidor Amplo do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatístico – IPCA/IBGE) e revisões periódicas dos parâmetros da concessão. Em alguns casos, há previsão inclusive de inserção de novos parâmetros no contrato. Também são admitidos reajustes extraordinários em casos de ocorrência de eventos de risco suportados exclusivamente pelo poder concedente e capazes de produzir efeitos relevantes sobre o fluxo de caixa do projeto. Todos esses procedimentos são orientados ao restabelecimento do equilíbrio econômico-financeiro contratual. Essas condições institucionais determinam condições favoráveis à regularidade dos fluxos de caixa dos empreendimentos e, conseqüentemente, mitigam riscos de *default* por parte de sociedades de propósito específico (SPÉs) gestoras dos projetos.

A estrutura de capital de grandes projetos de investimento, em geral, envolve a mobilização de recursos próprios da unidade investidora e de recursos de terceiros captados no mercado de crédito bancário e no mercado de capitais, mediante emissões de títulos de propriedade e títulos de dívida corporativa. O governo, com frequência, participa ativamente da estruturação de capital dos grandes projetos, com apoio de bancos de desenvolvimento, constituição de *funding* para alongamento de passivos, aportes diretos e gastos governamentais indiretos de natureza tributária, e mediante concessões de subsídios financeiros e creditícios.

Essa rede contratual organizada para dar sustentação aos planos de investimentos assume configurações diferenciadas em razão da maturidade do sistema financeiro, da natureza setorial do empreendimento e do estágio do ciclo de vida do projeto de investimento. O ciclo longo de financiamento de projetos envolve, inclusive, a emissão de títulos de dívida corporativa em processos de renegociação de contratos de crédito e a securitização de créditos e recebíveis; procedimentos associados às estratégias de alongamentos de passivos orientadas à otimização do desempenho financeiro dos projetos de investimento.

A complexidade da estruturação financeira expressa a complexidade da matriz de riscos. Ao analisar os processos de decisão de investimento – em especial, as questões relacionadas aos riscos e às incertezas do setor de infraestrutura –, Costa e Carrasco ressaltam:

Qualquer projeto pode ser caracterizado por sua estrutura de custos e receitas (fluxos de caixa) e seu perfil de risco, ou seja, elementos que podem afetar os volumes e a previsibilidade do fluxo de caixa. Dessa forma, a decisão de investimento depende não apenas da alocação de custo e receitas entre os diferentes investidores, mas também da alocação de riscos entre eles. Quanto maior o risco, maior o retorno esperado necessário para compensá-lo (Costa e Carrasco, 2018, p. 13).

A estrutura financeira expressa o perfil de riscos e, nesses termos, assume configuração diferenciada em razão do setor de infraestrutura e da natureza do projeto (*greenfield* ou *brownfield*). A configuração original passa por mutações ao longo do

ciclo de vida do projeto. Os diferentes instrumentos financeiros são articulados para viabilizar a composição de arranjos orientados ao atendimento das necessidades da fase de construção dos equipamentos (*pre-completion*), mais intensiva em riscos, e para atender às demandas associadas ao alongamento de passivos após o início da fase de operacionalização dos equipamentos e efetiva prestação de serviços (*pos-completion*), etapa em que o modelo de negócio observa plena execução. Essa diversidade de arranjos financeiros proporciona maior grau de compatibilidade entre o perfil temporal da geração de fluxo de caixa e os compromissos de liquidação de pagamentos, ao longo do ciclo de vida do empreendimento.

A modalidade de dívida corporativa emitida por projetos (*project bonds*) conforma um arranjo contratual que viabiliza a associação direta entre o *spread* de risco do título e o *spread* de risco do projeto emissor. Isso favorece o processo de precificação das emissões, ao garantir maior previsibilidade à liquidação dos compromissos de pagamento das parcelas referentes aos juros e às amortizações. Essa modalidade de emissão tende a produzir efeitos ainda mais favoráveis quando relacionada a projetos de infraestrutura originados por concessões pertencentes a setores que dispõem de maturidade regulatória¹³ e modelo de gerenciamento capaz de manter estável o equilíbrio econômico-financeiro ao longo do ciclo contratual.

Sobre a natureza das debêntures de projetos, Wajnberg, ressalta:

O conceito de debêntures de projetos se enquadra no contexto maior de financiamento de projetos, ou *project finance*, definido como a captação de recursos para financiar um projeto de investimento de capital economicamente separável, no qual os provedores de recursos veem o fluxo de caixa vindo do projeto como fonte primária de recursos para atender ao serviço de seus empréstimos e dar retorno sobre o capital investido no projeto (Wajnberg, 2014, p. 341).

4 CONSTRUÇÃO INSTITUCIONAL DO MERCADO DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS DE INFRAESTRUTURA

A construção institucional do mercado de debêntures incentivadas emitidas por projetos de infraestrutura foi originada em resposta às repercussões adversas decorrentes da crise financeira internacional de 2008 e da necessidade de atendimento da demanda por recursos para investimento na economia brasileira. De acordo com a Exposição de Motivos (EM) nº 194/2010, que fundamentou a Medida Provisória (MP) nº 517, de 30 de dezembro de 2010, posteriormente convertida na Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011,¹⁴ o desenvolvimento do mercado privado de financiamento de longo prazo era considerado como condição necessária para

13. Para uma análise do papel exercido pelo ambiente regulatório na atração de investimentos ver Rocha (2020).

14. Regulamentada pelo Decreto nº 7.603, de 9 de novembro de 2011.

viabilizar um novo ciclo de investimentos e crescimento econômico. O diagnóstico identificava que aproximadamente “noventa por cento da carteira tem como lastro linhas oriundas de bancos públicos (Brasil, 2010)” e que o mercado de dívida corporativa “era eminentemente concentrado em operações de curto e médio prazo e indexadas a índices de juros de curtíssimo prazo, como os depósitos interbancários – DI e a Taxa Especial de Liquidação e de Custódia – Selic”.¹⁵

Em artigo citado na EM nº 194/2010, Puga, Borça Junior e Nascimento (2010, p. 60 e 72) ressaltam a relevância da taxa de investimento para a expansão da capacidade produtiva e, conseqüentemente, o crescimento econômico, e comentam sobre evidências de retomada dos investimentos e a expectativa quanto a um novo ciclo de expansão da produção. Contudo, mencionam a necessidade de atuação conjunta de bancos público e privados e do mercado de capitais na mobilização de recursos para o atendimento das demandas por financiamento, em um ambiente no qual as bases do sistema de financiamento dos investimentos empresariais eram os lucros retidos e o crédito do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES), conforme a tabela 1.

TABELA 1

Origem dos recursos para financiamento do investimento na indústria e em infraestrutura no Brasil (2001-2009)

(Em %)

Ano	Lucros retidos	BNDES	Captações externas	Debêntures	Ações
2001	39,0	16,0	30,0	14,0	1,0
2002	60,0	22,0	6,0	10,0	2,0
2003	49,0	16,0	30,0	5,0	0,0
2004	57,0	19,0	13,0	9,0	2,0
2005	57,0	21,0	10,0	10,0	2,0
2006	42,0	21,0	17,0	15,0	5,0
2007	51,0	26,0	9,0	7,0	7,0
2008	45,3	29,9	6,1	3,1	15,6
2009	43,6	39,6	8,9	4,2	3,7
Média	49,3	23,4	14,4	8,6	4,3

Fonte: Puga, Borça Junior e Nascimento (2010, p. 63).

Obs.: Dados estimados para 2008 e previstos para 2009.

15. Disponível em: <<https://bit.ly/3mUzxoK>>.

Outros dois estudos sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira foram importantes para a consolidação do diagnóstico que atribuiu relevância ao desenvolvimento do mercado de capitais, em especial ao segmento de dívida corporativa. O primeiro foi o de Iedi (2010), intitulado *Financiamento Voluntário de Longo Prazo no Brasil: análise e recomendações*, e o segundo foi o de Pinheiro (2011),¹⁶ intitulado *Propostas para a Ampliação e o Alongamento de Prazos no Mercado de Renda Fixa Privada no Brasil*. Segundo Torres Filho e Macahyba (2012, p. 51), um elemento comum observado nessas análises foi a constatação de que o modelo de financiamento do investimento baseado em recursos fiscais e parafiscais seria insuficiente para o atendimento da demanda por recursos na escala estimada para a economia brasileira na década subsequente.

A constituição de um mercado de grande porte e institucionalmente sofisticado de títulos de dívida pública foi identificado como condição necessária para o desenvolvimento de um mercado de dívida corporativa. A constituição de uma curva de juros para títulos soberanos com prazos longos, ao organizar as informações associadas aos riscos e aos custos de captação do Tesouro, constitui fator essencial à precificação dos títulos corporativos. No entanto, as conexões entre os segmentos do mercado de títulos soberanos e corporativos também produzem efeitos adversos a este último. As taxas de juros reais elevadas e o alto grau de liquidez dos títulos públicos constituem fatores restritivos à competitividade e, conseqüentemente, ao desenvolvimento do mercado de títulos privados (Torres Filho e Macahyba, 2012, p. 34).

A tabela 2 informa a composição do estoque de títulos de dívida soberana e corporativa em mercado, emitidos pelo governo federal, por empresas financeiras e por empresas não financeiras, com recorte por mercado mobiliário de emissão (interno e externo), no segundo quadrimestre de 2020. Os dados evidenciam um mercado amplo, porém predominantemente composto por títulos soberanos, por uma parcela expressiva de títulos emitidos por bancos (63,8%) e outras instituições financeiras (29,4%) e uma parcela modesta representativa das empresas não financeiras (6,9%), aqui incluídas aquelas com atuação associada a projetos do setor de infraestrutura. As emissões são realizadas primordialmente no mercado interno, em moeda local, subordinado à legislação local e registrado e cotado no mercado local (93,6%).

16. Texto publicado pela Anbima.

TABELA 2
Composição do estoque de títulos de dívida – Brasil (2º quadrim. 2020)
(Em US\$ 1 bilhão)

Emissores residentes	Títulos de dívida – emissão interna	Títulos de dívida – emissão externa	Total emitido por setor
Governo	1.110,5	51,5	1.162,0
Empresas financeiras	502,8	32,2	535,0
Empresas não financeiras	93,7	31,8	125,5
Total por mercado de emissão	1.707,0	115,5	1.822,5

Fonte: Banco de Compensações Internacionais (BIS).

Elaboração do autor.

Obs.: Os títulos da dívida total (TDS) e os títulos da dívida interna (DDS) são informados pelas autoridades nacionais, enquanto os títulos da dívida internacional (IDS) são definidos e compilados pelo BIS a partir de fontes de dados comerciais. Devido a diferenças nas definições e na avaliação, os valores para TDS podem diferir da soma de DDS e IDS.

Esse cenário expressa, em parte, o perfil amplamente observado nos mercados emergentes. Em análise dos mercados domésticos de títulos corporativos em economias emergentes, o Fundo Monetário Internacional (FMI) ressalta que, não obstante o desenvolvimento recente, esse segmento do mercado financeiro ainda mantém participação modesta no financiamento dos planos de investimentos corporativos:

Os mercados de títulos corporativos até agora desempenharam um papel limitado na mobilização de financiamento em EMDEs, embora tenham crescido recentemente. O tamanho geral dos mercados domésticos de títulos corporativos em EMDEs em termos de PIB permanece pequeno – salvo exceções, como são os casos da China e da Malásia –, e as instituições financeiras – em particular, os bancos – são os principais emissores de títulos corporativos. Na maioria dos EMDEs, as sociedades não financeiras continuam a depender principalmente de financiamento bancário. Além disso, poucos tipos de instrumentos estão disponíveis, e os mercados carecem de liquidez (IMF e WBG, 2020, p. 19, tradução nossa).

A estratégia de política financeira elaborada pelo governo brasileiro foi orientada exatamente para a melhoria das condições de concorrência entre os títulos de dívida corporativa e os títulos públicos. Um instrumento de natureza fiscal foi adotado, com propósitos relacionados aos objetivos de política financeira. As bases institucionais da construção do mercado de dívida corporativa emitida por empresas do setor de infraestrutura foram a concessão de incentivos de natureza tributária. Os emissores podiam ser sociedades de propósito específico (concessionária, permissionária, autorizatória e arrendatária), concessionárias de projetos de infraestrutura ou as sociedades controladoras dessas SPEs. Os incentivos foram alocados no lado da demanda, mediante desoneração tributária dos rendimentos originados por juros e ganhos de capital derivados de debêntures de projetos de infraestrutura.

A racionalidade que sustenta uma iniciativa de política dessa natureza, que envolve valores expressivos em termos de renúncia de receitas tributárias, são os efeitos de externalidade positiva gerados pela ampliação do estoque e pela melhoria da qualidade de equipamentos e serviços em infraestrutura. Em análise dessa iniciativa de política financeira, Pereira e Miterhof comentam:

A informação sobre a intensidade e o valor das externalidades liberada pelos projetos – requeridas para uma avaliação consistente do *ranking* de retorno social – é uma espécie de bem público, que tende a ser subprovido nos mercados, demandando solução institucional original para sua adequada provisão (Pereira e Miterhof, 2019, p. 9).

A modelagem da estrutura de incentivos envolveu três documentos normativos fundamentais, são estes: a Lei nº 12.431/2011, a Lei nº 12.715/2012 e a Lei nº 12.844/2013, que percorreram um longo processo de análise, debate e deliberação no Congresso Nacional, ao longo do período de trinta meses, entre 30 de dezembro de 2010 e 19 de julho de 2013.¹⁷

As principais medidas adotadas¹⁸ nesse ciclo de estruturação inicial do mercado de debêntures foram as descritas a seguir.

- 1) Concessão de incentivo tributário relativo ao Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) e Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) incidente sobre quaisquer rendimentos pagos a investidores em debêntures ou em cotas de fundos de investimentos¹⁹ originados por projetos ou sociedades controladoras de SPEs, sendo:
 - a) alíquota de 0% sobre rendimentos pagos a investidores pessoa física (residentes), inclusive cotistas de fundos de investimento;
 - b) alíquota de 0% sobre rendimentos pagos a investidores externos (não residentes), inclusive cotistas de fundos de investimentos e fundos soberanos;²⁰ e
 - c) alíquota de 15% sobre rendimentos pagos a investidores pessoa jurídica (residentes), inclusive cotistas de fundos de investimentos.

17. O processo de apreciação parlamentar dessa agenda de políticas públicas teve origem em 30 de dezembro de 2010, data da publicação da MP nº 517, posteriormente convertida na Lei nº 12.431/2011. Em 3 de abril de 2012, é publicada a MP nº 563/2012, posteriormente convertida na Lei nº 12.715, de 17 de setembro de 2012. Em 28 de dezembro de 2012, foi publicada a MP nº 601/2012, que tratava de temas relacionadas às debêntures de infraestrutura; no entanto, essa MP não foi votada e sua vigência foi encerrada em 5 de junho de 2013. Por fim, em 2 de abril de 2013, foi publicada a MP nº 610/2012, que resultou na Lei nº 12.844, de 19 de julho de 2013.

18. Inclusive regulamentações por instrumentos infralegais, como decretos e portarias.

19. A condição para acessibilidade dos cotistas aos incentivos tributários é que os fundos sejam compostos por, no mínimo, 85% do patrimônio líquido representado por títulos emitidos por SPEs que atuam como concessionárias de projetos de infraestrutura ou por sociedades controladoras dessas SPEs, sendo o restante aplicado em títulos públicos.

20. Fundos com patrimônio composto exclusivamente da poupança soberana do país respectivo.

- 4) Autorização para constituição do Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE), que tenha por objetivo novos projetos de infraestrutura em energia, transporte, água, saneamento, irrigação e outras áreas definidas como prioritárias pelo Poder Executivo federal, desenvolvidos por SPEs constituídas como sociedades por ações de capital aberto ou fechado.²¹
- 5) Extinção da hipótese de bitributação de Imposto de Renda (IR) sobre rendimentos periódicos recebidos por investidores que adquirissem títulos corporativos no mercado secundário.²²
- 6) Modificação da lei das sociedades por ações (Lei nº 6.404/1976), com o objetivo de aperfeiçoar as normas relacionadas aos processos de emissão, amortização e resgate, e de aquisição de debêntures pelos próprios emissores.

O efeito do regime especial de tributação incidente sobre rendimentos gerados por projetos de investimentos em debêntures de infraestrutura também alcançou as instituições financeiras. Pereira e Miterhof (2019, p. 14) esclarecem que, na parcela correspondente aos investimentos em debêntures incentivadas mantidas em carteira, os bancos migram de alíquota de 25% associada ao regime de competência para alíquota de 15% própria do regime de caixa, mantendo-se o direito de usar os custos de captação como elemento redutor da base de cálculo do IRPJ.

O acesso das debêntures à condição de *incentivadas por benefícios tributários* é condicionado ao atendimento de critérios de elegibilidade (quadro 1) necessários à obtenção de certificação concedida pelo ministério setorial, ao qual o projeto de investimento possui vinculação temática. Os requerimentos necessários à certificação foram desenhados para estruturar emissões de títulos de dívida de longo prazo, orientados ao financiamento de projetos de infraestrutura, com remuneração vinculada ao IPCA e grau elevado de transparência das operações de estruturação e distribuição.

21. Pelo menos 90% do capital do FIP-IE devem ser aplicados em títulos (ações, bônus de subscrição ou debêntures) emitidos pelas SPEs do setor de infraestrutura.

22. Segundo Torres Filho e Macahyba (2012, p. 57): "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".

QUADRO 1

Crítérios de elegibilidade para emissão de debêntures incentivadas

Crítérios de elegibilidade requeridos para autorização de emissões incentivadas	Emissão por sociedade de propósito específico (SPE) ou sociedade controladora de SPE.
	Distribuição pública (esforço amplo ou restrito).
	Crítério de remuneração por taxa de juros pré-fixada vinculadas à índice de preço ou à Taxa Referencial –TR.
	Prazo médio ponderado superior a quatro anos.
	Vedação à compromisso de recompra pelo emissor nos dois primeiro anos após a emissão.
	Inexistência de compromisso de revenda pelo comprador.
	Compromisso de alocação dos recursos no pagamento futuro ou no reembolso de despesas ou dívidas de projetos de investimentos.

Elaboração do autor.

5 DESEMPENHO DO MERCADO DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS DE INFRAESTRUTURA (2012-2020)

Esta seção apresenta uma análise exploratória do desempenho do mercado de debêntures incentivadas de infraestrutura no período 2012-2020. São considerados indicadores referentes aos valores e às quantidades distribuídas, à participação percentual dos títulos distribuídos em relação aos valores do investimento privado em infraestrutura, à diversificação setorial das distribuições, ao prazo médio dos títulos, ao *spread* médio dos títulos, ao giro de mercado, à diversificação da demanda e ao *rating* de crédito dos projetos emissores.

O mercado de debêntures incentivadas de infraestrutura apresentou evolução gradual e permanente no período 2013-2020, com clara distinção entre a primeira e a segunda da metade da série (tabela 3). A partir de 2017, houve mudança de patamar em termos de número de empresas participantes e valores totais distribuídos, além de uma aceleração no tocante à quantidade de operações de distribuição realizadas anualmente. O único movimento atípico foi a retração do valor das distribuições observada em 2020, ano marcado por fortes incertezas associadas à crise derivada da pandemia de covid-19.²³ O valor médio das operações oscilou em torno de R\$ 300,0 milhões por distribuição. Esse fato evidencia a opção dos emissores em fazer uso de títulos de dívida corporativa apenas em estruturas financeiras de grandes projetos de investimento, em razão dos elevados custos de transação²⁴ que envolvem a estruturação, a emissão e a distribuição desses títulos.

23. Os dados referentes às novas emissões realizadas nos seis primeiros meses de 2021, da ordem de R\$ 19,9 bilhões, já superaram os valores do conjunto das distribuições realizadas em 2020; fato que reafirma a tendência de desenvolvimento acelerado do mercado de debêntures incentivadas de infraestrutura (Brasil, 2021b).

24. Os custos transação são aqueles associados exclusivamente às operações de estruturação, emissão e distribuição dos títulos de dívida corporativa. Por exemplo: gastos com elaboração de prospectos e relatórios; remuneração de serviços profissionais de terceiros (advogados, contadores, auditores, consultores, profissionais de bancos de investimento, corretores etc.); gastos com publicidade – inclusive os incorridos nos processos de *road-shows*; taxas e comissões; custos de transferência; custos de registro etc.

Em análise da evolução do mercado de debêntures no Brasil no período 2011-2019, Aparecida (2020, p. 35), com base em testes econométricos e trabalhando com série de dados de emissões mensais disponibilizadas pela Anbima, constatou a ocorrência de quebras estruturais – ou seja, mudanças abruptas na inclinação das séries temporais para os mercados de debêntures comuns e debêntures incentivadas de infraestrutura (subsetores: energia elétrica; transporte e logística; telecomunicações e saneamento) em diferentes períodos, por subsetor, entre fevereiro e setembro de 2017.

Quatro fatores desempenharam papel relevante na determinação da aceleração do desenvolvimento do mercado de títulos emitidos por projetos de infraestrutura a partir de 2017. Pelo lado da oferta, houve uma ampliação expressiva do número de novas concessões nos diversos setores de infraestruturas elegíveis para emissões de dívida corporativa, fato evidenciado pela evolução anual do número de portarias ministeriais autorizativas de emissões de títulos incentivados (Brasil, 2021b, p. 26). Pelo lado da demanda, houve crescimento do valor do patrimônio líquido dos fundos de investimentos em participações (FIP/IE), que, por determinação regulatória, mantém pelo menos 95% do valor de suas carteiras em títulos originados por projetos de infraestrutura (tabela 5).

Outro fator relevante, de natureza institucional, foi a mudança na metodologia de cálculo da taxa de juros das operações de crédito concedidas pelo BNDES. Antes contratadas por Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), passaram a ser pactuadas, a partir de 1º de janeiro de 2018, por Taxa de Longo Prazo (TLP), composta pelo IPCA mais a taxa de juros real da nota do Tesouro Nacional-série B (NTN-B) de cinco anos, mais a remuneração e o risco de crédito do banco, fato que reconfigurou os custos financeiros das operações do BNDES e, conseqüentemente, ampliou a competitividade das debêntures incentivadas de infraestrutura.

Por fim, ainda que não menos relevante, o ambiente macroeconômico apresentou uma longa trajetória de redução da taxa básica de juros (Selic anualizada), que passou de 14,15% ao ano (a.a.) em outubro de 2016 e alcançou o patamar de 1,9% a.a. em agosto de 2020.²⁵ Esse fato favoreceu a maior desconcentração da poupança financeira em direção à alocação em títulos privados de renda fixa por investidores em busca de maior rentabilidade e constituiu uma curva de juros de títulos públicos mais favorável às emissões de dívida corporativa.²⁶

25. Disponível em: <<https://bit.ly/3FluiQL>>.

26. Para uma leitura da relação entre taxa e emissões de títulos corporativos, ver Rocca (2018, p. 11-13).

QUADRO 2

Determinantes da aceleração do desenvolvimento do mercado de debêntures incentivadas após a quebra estrutural da série (2017)

Principais determinantes do desenvolvimento do mercado de debêntures incentivadas de infraestrutura	Ampliação expressiva do número de novas concessões em diversos setores de infraestruturas.
	Crescimento do número do patrimônio líquido dos Fundos de Investimentos em Participações – FIP/IE.
	Instituição da TLP como taxa de juros das operações de crédito concedidos pelo BNDES.
	Redução continuada da taxa básica de juros básica (Selic).

Elaboração do autor.

As operações de oferta de debêntures incentivadas²⁷ mantiveram ao longo do período 2013-2020 forte predominância (aproximadamente 80%, mensurada em valores e número de emissões) por distribuições reguladas pela Instrução nº 476/2009 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Essa instrução normatiza ofertas públicas com esforço restrito, não registradas na CVM e limitadas à subscrição ou à aquisição por até cinquenta investidores profissionais (Brasil, 2021a, p. 5-6), fato que implica menor grau de pulverização. A alternativa de distribuição é a oferta pública regulada pela ICVM nº 400/2003, orientada ao público em geral, modelo com custos de transação elevados em razão das exigibilidades de registro na CVM, da ampla divulgação de informações etc. Essa opção é mais favorável à pulverização, pois alcança inclusive os investidores qualificados,²⁸ que possuem menor capacidade de mobilização de recursos financeiros, mas podem contribuir para a maior profundidade do mercado (número de ordens de compra e venda), fator que favorece à ampliação do grau de liquidez do mercado secundário.²⁹

TABELA 3

Distribuição de debêntures incentivadas de infraestrutura (2013-2020)

Ano	Valor das debêntures distribuídas (R\$ 1 milhão)	Quantidade de operações de distribuição	Valor médio das distribuições (R\$ 1 milhão)
2013	7.526,0	14	537,6
2014	6.562,0	17	386,0
2015	6.575,2	21	313,1
2016	4.966,0	21	236,5
2017	10.388,8	49	212,0

(Continua)

27. Essa afirmação toma por base o conjunto das emissões de debêntures incentivadas; portanto, envolve as emissões para projetos de infraestrutura e projetos voltados à pesquisa, ao desenvolvimento e a inovação, conforme a base de dados de debêntures incentivadas disponibilizada pela SPE/ME.

28. Para uma leitura da categorização dos investidores no âmbito do mercado financeiro, ver as Instruções CVM nºs 593/2013 e 554/2014.

29. As distribuições orientadas ao público em geral, apesar de acarretarem maiores custos de transação, alcançam maiores valores médios por emissão. Segundo dados de CVM (2019, p. 24), no período 2014-2018, os dados consolidados do mercado de debêntures – incentivadas e não incentivadas – evidenciam que o valor médio de distribuição restrita foi de R\$ 329,0 milhões e, pela distribuição ampla, de R\$ 664,0 milhões.

(Continuação)

Ano	Valor das debêntures distribuídas (R\$ 1 milhão)	Quantidade de operações de distribuição	Valor médio das distribuições (R\$ 1 milhão)
2018	23.590,8	76	310,4
2019	35.690,1	98	364,2
2020	18.625,2	54	344,9

Fonte: SPE/ME.

Elaboração do autor.

Obs.: Preços de dezembro de 2020, deflacionados pelo IPCA/IBGE.

Os demonstrativos dos gastos tributários (bases efetivas), elaborados e publicados pela Secretaria da Receita Federal (SRF), apresentam a estimativa de renúncia decorrente das medidas de desoneração vigentes, calculada com base em dados efetivos, para o período 2013-2018 e projeções para 2019 e 2020. Os dados dizem respeito especificamente às debêntures emitidas por SPEs para investimento em projetos na área de infraestrutura (tabela 4). Os números expressam uma espécie de gasto indireto do setor público em infraestrutura realizada por meio do sistema tributário. A evolução do valor das renúncias segue a dinâmica do mercado primário de debêntures incentivadas.

TABELA 4

Renúncias tributárias decorrentes de distribuição de debêntures incentivadas de infraestrutura (2013-2020)
(Em R\$)

Ano	Renúncias tributárias anual decorrentes de distribuição de debêntures incentivadas	Renúncias tributárias acumulada decorrentes de distribuição de debêntures incentivadas
2013	13.924.228,6	13.924.228,6
2014	29.809.016,6	43.733.245,2
2015	51.314.309,1	95.047.554,3
2016	71.045.125,5	166.092.679,8
2017	83.868.976,0	249.961.655,8
2018	288.298.538,3	538.260.194,1
2019	279.156.600,0	817.416.794,1
2020	264.054.554,3	1.081.471.348,3

Fonte: Demonstrativo de Gastos Tributários em Bases Efetivas (2015, 2017 e 2021) da SRF. Disponível em: <<https://bit.ly/3sNDWhi>>.

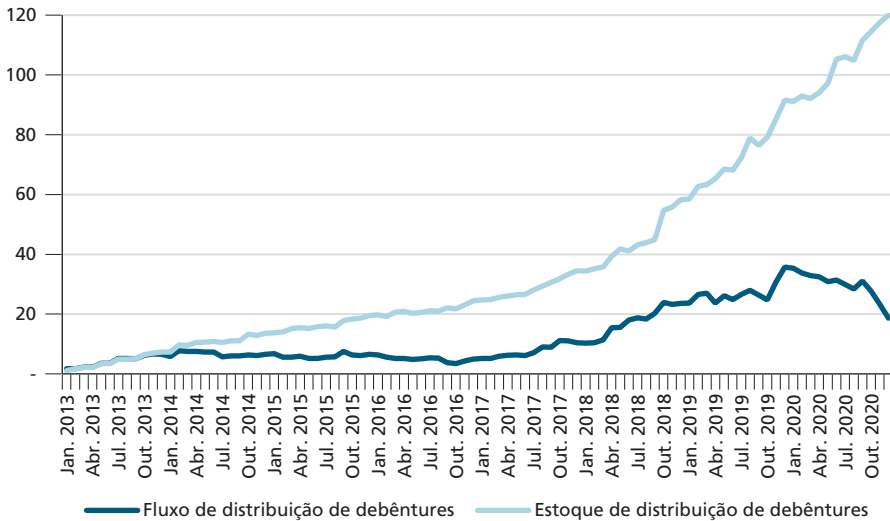
Elaboração do autor.

Obs.: Preços de dezembro de 2020, deflacionados pelo IPCA/IBGE.

O crescimento do mercado – em termos de fluxo anual de valores e quantidade de distribuição –, associado à ampliação dos prazos médios de vencimento e *duration*, resultou em movimento acelerado de ampliação do estoque de títulos em mercado. Alcançou-se a cifra de aproximadamente R\$ 120,0 bilhões em dezembro de 2020, conforme evidenciado no gráfico 1.

GRÁFICO 1

Fluxo e estoque de distribuição de debêntures incentivadas de infraestrutura (2013-2020)
(Em R\$ 1 bilhão)



Fonte: SPE/ME.

Elaboração do autor.

Obs.: Preços de dezembro de 2020, deflacionados pelo IPCA/IBGE.

A importância do desenvolvimento do mercado de debêntures incentivadas de infraestrutura é evidenciada pelo crescimento em relação ao desembolso anual do BNDES, mensurado em termos de operações de crédito concedidas para o setor e no que concerne ao valor anual dos investimentos privados em infraestrutura no Brasil. O valor das debêntures distribuídas passou de 8%, no período 2013-2015, para aproximadamente 93% do valor do desembolso do BNDES, no período 2018-2020, resultado derivado de dois movimentos de tendências opostas: ampliação do mercado de debêntures e retração do desembolso do banco.

Esse cenário, conjugado com estagnação do valor real dos investimentos em infraestrutura, resultou em uma curva de crescimento do valor das distribuições mensuradas em relação aos valores investidos no setor. Tal movimento viabilizou o alcance de participação relativa dos recursos originados por distribuições de títulos corporativos incentivados a aproximadamente 28% do volume de investimentos em infraestrutura nos três últimos anos da série, conforme evidenciado na tabela 5. No entanto, a retração da oferta de recursos de crédito realizada pelo BNDES para o setor de infraestrutura foi apenas parcialmente substituída por recursos mobilizados por dívida emitida por projetos.

Nesses termos, as debêntures incentivadas passaram a cumprir um papel relevante, porém complementar, na composição das fontes para estruturação de capital de projetos de infraestrutura. Esse fato é ressaltado por Dutra, Oliveira e Freitas (2018, p. 42, grifo nosso), em análise desse instrumento: “Seu papel é de *complementaridade*, e não de preponderância, dentre as fontes de recursos para empreendimentos de infraestrutura”.

TABELA 5
Distribuição de debêntures incentivadas de infraestrutura, desembolso do BNDES e investimento privado em infraestrutura (2013-2020)

Ano	Desembolso do BNDES via crédito para infraestrutura (R\$ 1 milhão)	Debêntures incentivadas de infraestrutura distribuídas (R\$ 1 milhão)	Relação de debêntures distribuídas e desembolso do BNDES via crédito (%)	Volume de investimento privado em infraestrutura ¹ (R\$ 1 milhão)	Relação de debêntures distribuídas e investimento privado em infraestrutura (%)
2013	92.315,3	7.526,0	8,2	109.600,00	6,9
2014	94.928,4	6.562,0	6,9	109.300,00	6,0
2015	70.262,4	6.575,2	9,4	101.100,00	6,5
2016	30.672,5	4.966,0	16,2	82.600,00	6,0
2017	30.668,2	10.388,8	33,9	79.900,00	13,0
2018	33.261,1	23.590,8	70,9	90.000,00	26,2
2019	25.579,7	35.690,1	139,5	89.800,00	39,7
2020	24.764,9	18.625,2	75,2	90.650,00 ²	20,5

Fontes: SPE/ME e Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústria de Base (ABDIB).

Elaboração do autor.

Notas: ¹ Exclusivo os setores de óleo e gás.

² O dado de investimento privado para 2020 foi obtido em Iedi (2021).

Obs.: Preços de dezembro de 2020, deflacionados pelo IPCA/IBGE.

Os dados referentes à composição base de emissores, mensurada em termos de valores distribuídos e quantidade de operações de distribuição, evidenciam expressiva concentração originada em projetos do setor de energia elétrica, que manteve participação de 80% em termos de valor e número de emissões realizadas nos últimos quatro anos, período posterior a quebra estrutural da série em 2017. É relevante observar que a participação relativa do setor de energia elétrica no valor dos projetos de infraestrutura que receberam autorização ministerial para emissão de debêntures³⁰ incentivadas foi de apenas 66%, no período 2017-2020.

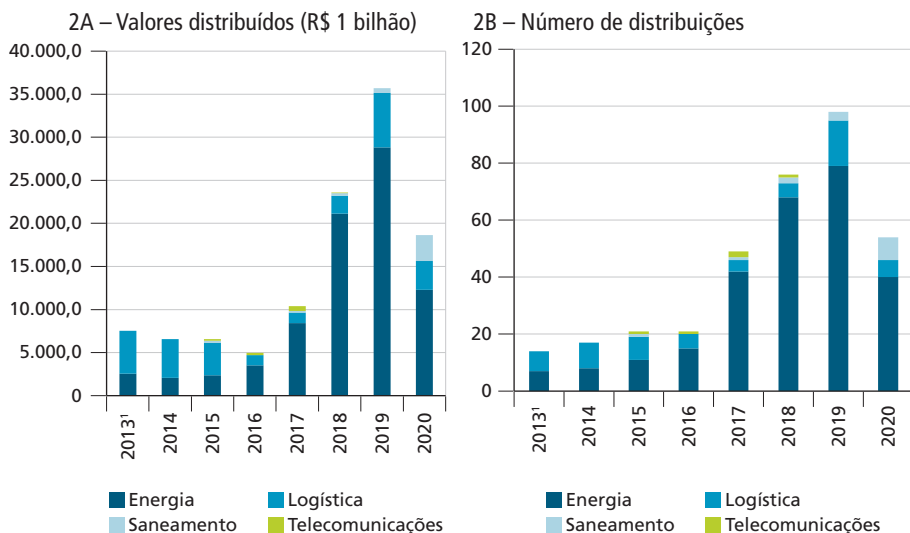
Portanto, a participação do setor elétrico no total de distribuições é, apenas em parte, determinada pela maior participação relativa do setor no número de projetos e nos investimentos concernentes às concessões de infraestrutura.

30. Inclui todos os projetos que obtiveram portarias autorizativas, os que emitiram e os que não emitiram debêntures incentivadas de infraestrutura.

Também constituem fatores determinantes do elevado percentual de emissões do setor em relação ao conjunto de ofertas de infraestrutura a longa tradição das suas empresas no mercado de capitais, o alto grau de maturidade regulatória e as expectativas mais favoráveis quanto à estabilidade dos fluxos de receita dos projetos; fato decorrente da configuração dos arranjos institucionais de geração (acordos de compra) e de garantias de receitas de serviços das empresas concessionárias de linhas de transmissão. Todos esses fatores representam elementos importantes para a regularidade do comportamento do fluxo de caixa e, conseqüentemente, para a mitigação de riscos de *default* por parte dos projetos emissores de dívida corporativa.

O novo marco regulatório do saneamento e a aceleração dos processos de concessões de projetos dos diversos modais de transporte devem viabilizar a ampliação da diversificação setorial das emissões em um futuro próximo, a partir do momento em que os novos projetos – grande parte destes *brownfield*; portanto, com fluxos de caixa ativos – iniciarem a fase de estruturação de capital para novos investimentos em modernização e ampliação.

GRÁFICO 2
Debêntures incentivadas de infraestrutura por setor originador (2013-2020)



Fonte: SPE/ME.

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Inclusive distribuições de 2012.

Os dados apurados para o mercado de debêntures incentivadas evidenciam um prazo médio de vencimento, considerado o período entre a emissão e a primeira

repactuação, de aproximadamente dez anos e *duration* média de seis anos. Esses números informam sobre um grau relevante de alongamento do perfil dos títulos corporativos; fato que amplia o horizonte de planejamento financeiro, contribui para a redução da participação relativa da dívida no fluxo de caixa do projeto e minimiza o risco de refinanciamento por parte dos emissores. Os números referentes a *duration*, prazo médio de retorno do capital investido, sinalizam relativa estabilidade da percepção dos investidores quanto ao risco de mercado associado a variações de taxa de juros e repercutem em termos de *spread* médio pactuado nas operações de emissão de debêntures.³¹

A indexação dos títulos ao IPCA atende às exigências regulatórias e está alinhada com os mecanismos contratuais adotados nas concessões de infraestrutura, que, em geral, determinam procedimentos de reajuste tarifário anual também indexados ao índice. A remuneração média das debêntures é composta pelo IPCA mais a taxa de remuneração dos títulos de dívida pública federal NTN-B,³² acrescida de *spread* – incidente sobre a remuneração paga de NTN-B – que expressa o risco do emissor/projeto.

A estabilidade do *spread* é, em parte, favorecida pelo fato de os projetos de concessão estarem vinculados a segmentos com curva ascendente em termos de maturidade regulatória, ofertarem serviços essenciais com baixa elasticidade-renda e disporem de mecanismos contratuais garantidores de manutenção do equilíbrio econômico-financeiro. As concessões, em geral, dispõem de modelagens de política tarifária fundada em reajustes anuais por índice de inflação e de revisões periódicas orientadas à readequação dos parâmetros de concessão; fatos que asseguram previsibilidade ao minimizarem os efeitos adversos originados por eventos de risco capazes de afetar negativamente o fluxo de caixa dos empreendimentos.

31. De acordo com Montesso (2019, p. 44): “Na mecânica de cálculo de pagamentos devidos pelo emissor, no caso de uma emissão que remunera IPCA+*spread*, a parcela IPCA é acumulada em cima do valor principal e é paga em forma de amortização, enquanto os juros é o *spread*”.

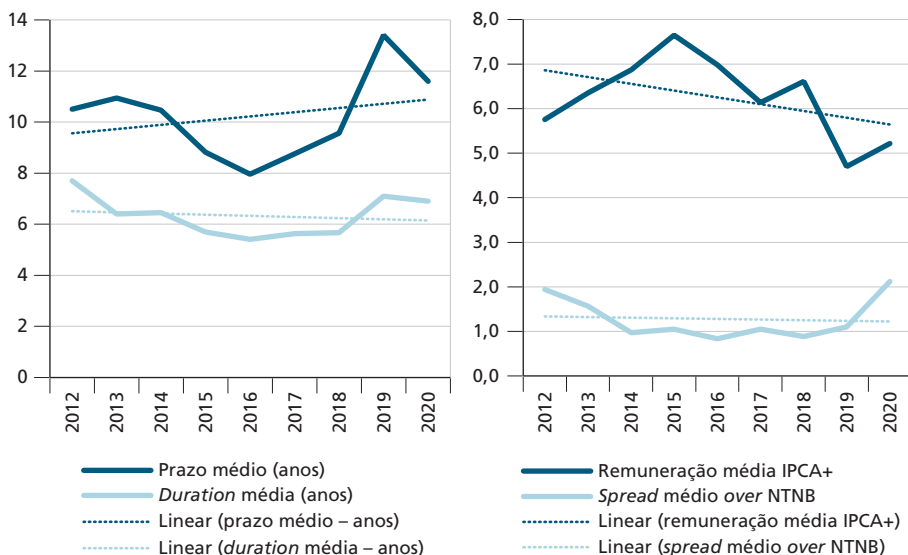
32. A NTN-B é um título pós-fixado, cuja rentabilidade é composta por uma taxa anual pactuada no momento da compra mais a variação do IPCA. A rentabilidade é dada pela taxa anual de juros acrescida da variação do indexador até o vencimento.

GRÁFICO 3

Mercado de debêntures de infraestrutura: prazo, *duration*, remuneração e *spread* (2012-2020)

3A – Prazo médio e *duration* média (anos)

3B – Remuneração média e *spread* médio (%)



Fonte: SPE/ME.
Elaboração do autor.

O crescimento do mercado de debêntures incentivadas, mensurado em volume de emissões anuais e estoque em mercado, ocorreu de modo mais que proporcional à expansão do mercado de debêntures convencionais; fato que evidencia o êxito da política de concessões de incentivos tributários orientados às emissões de dívida por projetos de infraestrutura. Em dezembro de 2020, os títulos corporativos incentivados já representavam 38% das emissões anuais e 24% do estoque de papéis distribuídos no mercado doméstico de debêntures.

O indicador de giro, medida que expressa o volume negociado em relação ao estoque em mercado, sinaliza que os títulos de dívida corporativa incentivados apresentam números iguais ao dobro do observado para as debêntures convencionais. No entanto, a trajetória aponta para estabilidade na casa de 4% ao longo do período 2013-2020, o que revela ausência de sensibilidade do percentual de giro diante de crescimento acentuado das emissões primárias e da diversificação da base de investidores.

Nesses termos – e assumindo-se o indicador de giro como *proxy* para análise do grau de liquidez do mercado secundário –, os dados sinalizam um cenário adverso em termos de condição de desfazimento de posições de investidores, fato que repercute na competitividade desses papéis diante de outras oportunidades de investimento mobiliário; em especial, os títulos da dívida pública. Esse aspecto reafirma a ampliação

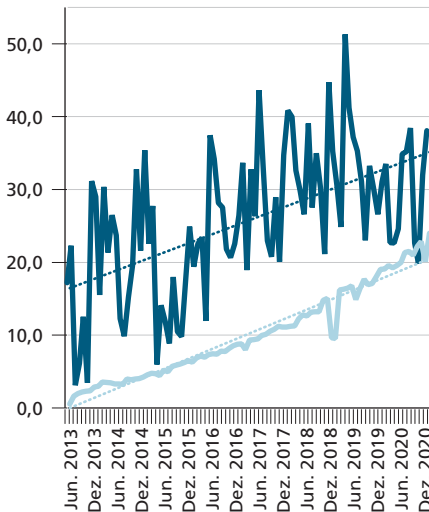
do grau de liquidez como um tema persistente na agenda orientada à consolidação do mercado de dívida corporativa de projetos de infraestrutura. Mantendo-se, ainda, a necessidade de estudos adicionais orientados à identificação das distribuições demandadas por instituições financeiras e transacionadas intragrupo (*buy and hold*), que, por estarem associadas às estratégias de *concessão de crédito* ao projeto emissor, em geral, são mantidas em carteira até o vencimento.³³

GRÁFICO 4

Debêntures de infraestrutura em relação à distribuição, ao estoque e ao giro de mercado (comuns + incentivadas)

(Em %)

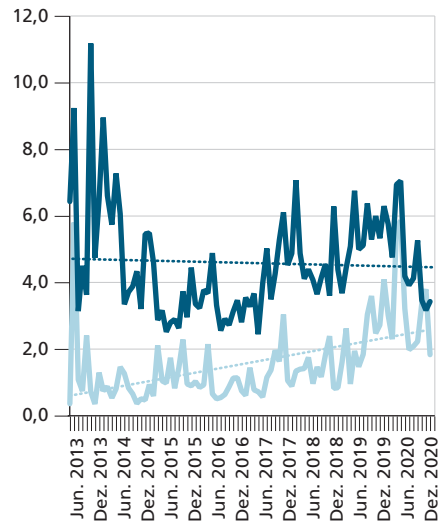
4A – Participação das debêntures de infraestrutura em relação ao volume de distribuição e ao estoque em mercado de debêntures



- Participação das debêntures incentivadas no volume de emissão no mercado de debêntures
- Participação das debêntures incentivadas no estoque do mercado de debêntures
- Linear (participação das debêntures incentivadas no volume de emissão no mercado de debêntures)
- Linear (participação das debêntures incentivadas no estoque do mercado de debêntures)

Fonte: SPE/ME.
Elaboração do autor.

4B – Giro do mercado de debêntures convencionais e debêntures de infraestrutura: volume negociado em relação ao estoque em mercado



- Giro debêntures convencionais
- Giro debêntures incentivadas
- Linear (giro debêntures convencionais)
- Linear (giro debêntures incentivadas)

33. Para uma leitura das estratégias *buy and hold*, referente à retenção de debêntures em carteira por instituições bancárias, ver CVM (2019, p. 41, 54 e 83).

O financiamento de longo prazo necessita de investidores de longo prazo, para além dos créditos bancários. As debêntures de infraestrutura constituem uma classe de ativos financeiros sofisticados do ponto de vista institucional e de configuração de riscos, capaz de alcançar uma base diversificada de investidores. A demanda por esses títulos observou trajetória de ampliação e diversificação e consolidou composição formada, primordialmente, por pessoas físicas, fundos de investimentos, instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição e instituições financeiras ligadas ao emissor.

Os incentivos tributários produzem efeitos relevantes à constituição desse perfil de demanda, em especial quanto à participação de pessoas físicas e fundos de investimentos, que em última instância possuem grande parte de suas cotas demandadas pelos primeiros. A demanda originada por pessoa física é constituída essencialmente por clientes do segmento *private banking*, clientes de alta renda e elevada disponibilidade mínima para investimentos. Segundo dados de Anbima (2021), esse segmento aportava, em dezembro de 2020, aproximadamente R\$ 30 bilhões em operações de renda fixa tipo debêntures incentivadas e apenas uma quantia equivalente a 12,4% desse valor em debêntures convencionais.

A participação das instituições financeiras ligadas aos emissores é motivada por ganhos tributários e disponibilidade de liquidez alinhada às necessidades de gerenciamento de riscos, como mecanismos associados à conversão de dívida bancária em estratégias de alongamento de passivos.³⁴ A participação bancária na estrutura de capital dos projetos mediante aquisição de debêntures “substituiu”, na fase de maior maturidade do empreendimento, a concessão de crédito, com a vantagem em termos de graus de liquidez dos títulos mantidos em carteira *vis-à-vis* os contratos de crédito. As instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição (corretoras, distribuidoras e outras), inclusive os bancos, demandam ações primordialmente como parte dos procedimentos de realização de garantias firmes de colocação prestadas aos ofertantes, hipótese restrita às ocasiões em que há desinteresse parcial e circunstancial do mercado pelos títulos objeto da distribuição.

O efeito da tributação sobre a demanda da firma bancária, tributada por lucro real, é ressaltado por Pereira e Miterhof (2019, p. 14, 20 e 27). Segundo os autores, a parcela da carteira de investimentos dos bancos composta por debêntures incentivadas permite às instituições migrarem de uma tributação de IR a alíquota de 25% em regime de competência para uma alíquota de 15% em regime de caixa; assim, quanto maior o prazo médio do título, menor a alíquota efetiva “em função

34. Os recursos captados por distribuição de debêntures incentivadas podem ser usados para liquidação de obrigações ou operações de alongamento de passivo, desde que estes tenham sido contraídos no prazo inferior a 24 meses da data de encerramento da oferta pública, conforme disposto na Lei nº 12.844/2013.

da postergação do recolhimento dos impostos”. Nesses termos, bancos obtêm uma dupla vantagem, a redução de alíquota e a migração para o regime de caixa, fato que tende a afirmar “estratégias *buy and hold*”.

Os investidores externos já dispõem de isenção de IRPF e IRPJ incidente sobre rendimentos auferidos em títulos públicos, mais seguros e líquidos; logo, não são alcançados pelos incentivos capazes de promover um direcionamento de parcelas expressivas de suas carteiras para debêntures incentivadas. Ademais, o baixo grau de liquidez do mercado secundário desses papéis e a exposição a riscos cambiais operam como fatores adicionais limitantes do maior interesse por investimentos no mercado interno de debêntures.

Os investidores institucionais – em especial, os fundos de pensão e as instituições de previdência privada – são os grandes ausentes no bloco de protagonistas, mantendo uma participação discreta e primordialmente indireta, mediante aquisição de cotas de fundos de investimento, na composição da demanda. Esses investidores, que dispõem de perfil de passivo compatível com o longo prazo requerido para os financiamentos de projetos de infraestrutura, possuem participação modesta na demanda por debêntures incentivadas, em razão de os incentivos tributários concedidos para esses papéis serem da mesma magnitude dos incentivos tributários existentes para os rendimentos derivados de aplicações em títulos públicos de longo prazo, tipo NTN-B, que tradicionalmente possuem melhor perfil de risco e maior grau de liquidez no mercado secundário (Rocca, 2018, p. 21-22).

Outro aspecto a ser considerado é o fato de os regimes próprios de previdência social (RPPS) instituídos pela União, pelos estados, pelo Distrito Federal (DF) ou por municípios terem sua categorização de investidor – se profissionais ou qualificados – dependente de regulamentação específica da Secretaria de Previdência do ME. Nos termos atuais, o ministério estabelece como um dos requisitos para categorizar um RPPS como investidor qualificado a disponibilidade de carteira de aplicações e investimentos superior a R\$ 1 bilhão.³⁵ Nesses termos, grande parte dos RPPS fica excluída de participação direta na demanda por debêntures de infraestrutura. Resta a essas organizações realizarem investimentos indiretos, via participações em cotas de fundos de investimentos com atuação no setor de infraestrutura.³⁶

35. Portaria nº 519, de 24 de agosto de 2011, do então *Ministério da Previdência Social* (MPS), dispõe sobre as aplicações dos recursos financeiros dos RPPS instituídos pela União, pelos estados, pelo DF e pelos municípios.

36. Ver Resolução nº 3.922, de 25 de novembro de 2010, do *Conselho Monetário Nacional* (CMN), que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos RPPS instituídos pela União, pelos estados, pelo DF e pelos municípios; alterada pela Resolução CMN nº 4.604, de 19 de outubro de 2017.

TABELA 6
Composição do mercado pelo lado da demanda: investidores em debêntures de infraestrutura (2012-2020)
 (Em %)

Ano	Pessoas físicas	Fundos de investimento	Instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição ¹	Instituições financeiras ligadas à emissora e/ou a participantes do consórcio	Demais instituições financeiras	Outros investidores
2012	28,7	1,5	3,7	25,6	16,0	24,4
2013	30,8	20,2	11,1	13,8	15,4	8,8
2014	52,8	11,5	0,4	13,7	19,4	2,2
2015	58,8	7,7	9,4	1,8	15,1	7,2
2016	39,9	15,5	5,3	18,6	18,7	1,9
2017	36,3	19,1	14,5	14,8	11,1	4,1
2018	21,6	15,6	10,7	22,2	11,5	18,5
2019	29,3	24,8	3,1	28,2	10,7	3,8
2020	17,9	20,6	34,2	19,2	1,9	6,2

Fonte: SPE/ME.

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Corretoras, distribuidoras ou bancos de investimentos.

Pelo lado da oferta, as debêntures incentivadas têm alcançado participação crescente na estruturação financeira de empreendimentos de infraestrutura, mas as distribuições permanecem concentradas em setores e projetos com baixo perfil de risco. De acordo com os dados do ME (Brasil, 2021a, p. 42-56), no período 2017-2020, 187 projetos emitiram dívidas corporativas e dispunham de informações sobre *rating* de crédito apurado por agência de classificação de risco (Fitch, Moody's e S&P). Desse total, 47% eram de qualidade *prime* e outros 49% de qualidade elevada; portanto, ocupavam o topo da pirâmide de risco. Apenas 4% foram classificados em faixas correspondentes à qualidade média (inferior ou superior) e apenas 1% recebeu grau especulativo.

Entretanto, os custos moderados de captação por debêntures, compostos por baixos *spreads* sobre os títulos públicos NTN-B (*benchmark*), são explicados essencialmente pelo perfil de riscos dos projetos emissores, quase todos dispendo de grau de investimento. Por sua vez, esses perfis de risco estão associados, em grande parte, a projetos que dizem respeito: à ampliação e à modernização de empreendimentos (*brownfield*); à geração e à transmissão de energia elétrica cujos arranjos contratuais³⁷ garantem estabilidade ao fluxo de caixa; e à estratégias de

37. Os contratos de compra (*purchase power agreement*) firmados pelas empresas concessionárias de geração com empresas distribuidoras (mercado regulado) e comercializadoras (mercado livre) e as *garantias de receita dos serviços* asseguradas às empresas concessionárias de transmissão.

renegociação de dívidas orientadas por propósitos de alongamentos de passivos de projetos que já superaram a fase correspondente à construção, ao comissionamento e ao início da operacionalização dos empreendimentos. Logo, permanece aberta a agenda associada ao desafio da construção de arranjos institucionais orientados à estruturação financeira de projetos novos (*greenfield*) nos períodos referentes à fase pré-operacional (*pre-completion*), etapa caracterizada por elevada exposição a riscos e, conseqüente, maior complexidade de mobilização de financiamento em mercado.

TABELA 7
Rating de crédito dos projetos emissores de debêntures incentivadas de infraestrutura (2017-2020)

Qualidade da dívida	Agência			Número de projetos
	Moody's	Fitch	S&P	
Qualidade prime	Aaa	AAA	AAA	88
	Aa1	AA+	AA+	35
Qualidade elevada	Aa2	AA	AA	35
	Aa3	AA-	AA-	21
Qualidade média superior	A1	A+	A+	2
	A2	A	A	1
	A3	A-	A-	1
Qualidade média inferior	Baa1	BBB+	BBB+	0
	Baa2	BBB	BBB	0
	Baa3	BBB-	BBB-	0
Especulativa	Ba1	BB+	BB+	1
	Ba2	BB	BB	0
	Ba3	BB-	BB-	2
Altamente especulativa	B1	B+	B+	1
	B2	B	B	0
	B3	B-	B-	0
Extremamente especulativa	Caa1	CCC	CCC+	0
	Caa2	CCC	CCC	0
	Caa3	CCC	CCC-	0
	Ca	CCC	CC	0
Em incumprimento	-	DDD	D	0
	-	DD	D	0
	-	D	D	0

Elaboração do autor.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS E ANOTAÇÕES PARA UMA AGENDA DE POLÍTICAS PÚBLICAS

Este capítulo apresentou uma análise exploratória do desenvolvimento institucional e do desempenho do mercado de debêntures incentivadas emitidas por empresas não financeiras do setor de infraestrutura, no período 2012-2020. A análise envolveu a sistematização dos principais elementos que moldaram o arranjo institucional de incentivos e interpretou, em termos exploratórios, os dados sobre indicadores relacionados ao desempenho do mercado.

A análise do mercado de debêntures incentivadas tomou por referência oito indicadores, são estes: os valores e as quantidades distribuídas; a participação percentual dos títulos distribuídos em relação aos valores dos investimentos privados em infraestrutura; a diversificação dos emissores; o prazo e o *spread* médio dos títulos; o giro dos títulos em mercado; a diversificação da demanda; e o *rating* de crédito dos projetos emissores.

Os números evidenciam êxito da estratégia de políticas públicas orientada ao processo de construção do mercado de debêntures incentivadas originadas por projetos de infraestrutura no período 2012-2020. Os resultados foram determinados por fatores associados às mudanças na configuração institucional que promoveram efeitos expressivos sobre a configuração da demanda, em especial, a concessão de incentivos tributários incidentes sobre rendimentos auferidos por investidores e a mudança da metodologia da taxa de juros de referência adotada nas operações do BNDES (TJLP por TLP). A ampliação e a diversificação das emissões cumpriram um papel relevante pelo lado da oferta. Por fim, o ambiente macroeconômico favorável, em termos de estabilidade do nível de preços e de baixa da taxa de juros básica, constituiu condição necessária ao desenvolvimento do mercado de dívida corporativa de longo prazo.

No entanto, o êxito da política de construção do mercado de debêntures incentivadas foi conjugado com um movimento de retração no volume total de recursos mobilizados por agentes privados para investimentos em projetos de infraestrutura, aqui considerados todos os instrumentos de mobilização de capital. A retração da demanda por crédito disponibilizado pelo BNDES foi substituída apenas parcialmente por recursos captados por títulos de dívida emitidos por projetos, mesmo sob condições macroeconômicas favoráveis em termos de estabilidade do nível de preços e redução da taxa básica de juros. Esses fatos sugerem que, não obstante a importância do desenvolvimento de instrumentos de financiamento privado, permanece relevante a (re)afirmação das políticas públicas orientadas ao desenvolvimento de capacidades fiscal e financeira necessárias à sustentação de instrumentos de financiamento público de projetos de infraestrutura no Brasil.

Três aspectos permanecem evidentes como desafios a serem enfrentados para a aceleração do desenvolvimento do mercado. O primeiro, diz respeito à modesta participação de investidores externos e investidores institucionais, não alcançados pela estrutura de incentivos tributários que fundamentaram a configuração do mercado. O segundo é manifestado pela necessidade de superação do baixo grau de liquidez do mercado secundário, fato que impacta negativamente a competitividade dos títulos corporativos *vis-à-vis* outros ativos financeiros; em especial, os títulos da dívida pública de longo prazo (NTN-B). O terceiro aspecto está relacionado a necessidade de superação da quase que exclusiva distribuição de títulos com *spread* com perfil *prime* ou qualidade elevada – portanto, grau de investimento –, fato que sinaliza potencial exclusão de títulos de projetos novos (*greenfield*), particularmente quando expostos a perfis de riscos mais complexos.

Pelo menos três eixos temáticos devem ser considerados em uma agenda de políticas públicas orientadas ao aperfeiçoamento do arranjo institucional que molda o mercado de debêntures incentivadas.

O primeiro diz respeito à adoção de procedimentos e métodos orientados ao monitoramento e à avaliação periódica da política setorial; em especial, os gastos indiretos de natureza tributária. Essa é condição necessária para fundamentar os processos decisórios governamentais, particularmente os relacionados às escolhas e à calibragem dos instrumentos de políticas fiscal e financeira estruturantes de mecanismos de incentivo a formação de *funding* para financiamento de longo prazo de empreendimentos de infraestrutura. A regulação desses procedimentos deve informar sobre a atribuição de responsabilização institucional de preparação e divulgação de informações, as metodologias de cálculo das estimativas de custos e impactos, e o processo de revelação dos dados e informações, inclusive quanto à extensão, ao detalhamento e à periodicidade da publicação e da definição de canais de divulgação. É importante que haja definição clara sobre os procedimentos de consultas públicas, a realização de painéis de especialistas e a atuação de verificadores independentes.

O segundo eixo trata sobre o estabelecimento de requisitos relacionados aos fatores ambientais, sociais e de governança como condição necessária à elegibilidade dos projetos à emissão das debêntures incentivadas. É necessário desenvolver mecanismos institucionais orientados à definição de um marco de referência e de procedimentos operacionais, com o objetivo de análise e avaliação sistemática da sustentabilidade social e ambiental dos projetos. O desempenho apurado nessas avaliações deve ser considerado na análise de acessibilidade dos projetos emissores de dívida corporativa interessados em obtenção de certificado de elegibilidade aos incentivos tributários aplicáveis aos rendimentos, juros e ganhos de capital, auferidos por investidores.

O terceiro eixo diz respeito à relevância de estabelecer medidas orientadas à ampliação da sinergia entre a configuração e a execução da política financeira do BNDES e à política de construção do mercado de debêntures incentivadas de infraestrutura. Essa ação coordenada pode favorecer o desenvolvimento, no âmbito da política financeira governamental, de iniciativas voltadas ao reforço da qualidade de crédito para debêntures emitidas por projetos com maior perfil de risco, em especial aqueles que demandam grande volume de recursos (*greenfield*) e possuem alto potencial de geração de externalidade positiva sobre o nível de atividade econômica (efeitos de encadeamento) e/ou sobre o bem-estar social (ampliação da oferta/qualidade de serviços essenciais). Uma opção é a adoção de emissões de debêntures estruturadas em tranches diferenciados segundo o grau de exposição a riscos (sênior, mezanino e subordinada) e direcionar essas ofertas às instituições financeiras privadas e aos bancos de desenvolvimento, inclusive suas participações em fundos de investimento,³⁸ com carteiras compostas por ativos originados em projetos de infraestrutura.

O BNDES, na condição de instituição financeira de desenvolvimento, pode exercer papel importante nesse mercado, financiando projetos de setores estratégicos, com riscos elevados e externalidades relevantes. Isso ocorre, em especial, por políticas financeiras relacionadas à oferta de garantias firmes em emissões de projetos com maior perfil de risco; participação na demanda por títulos de dívida subordinada (*mezanino*); compartilhamento de garantias de seus contratos de financiamento; adoção de cláusulas de antecipação de vencimentos (dos contratos de crédito em situação de inadimplemento) cruzados com as debêntures emitidas por projetos; oferta de serviços de *market maker* destinadas à ampliação do grau de liquidez dos ativos e, conseqüentemente, do potencial de ampliação e diversificação de investidores; e estruturação de um fundo garantidor orientado à cobertura parcial de riscos de liquidez de emissões realizadas por SPEs e seus patrocinadores em operações destinadas ao financiamento de projetos de infraestrutura.

Novos estudos poderão analisar outras três propostas de aperfeiçoamento do arranjo institucional referente às debêntures incentivadas de infraestrutura. Uma dessas agendas diz respeito às propostas de ampliação do número de subscritores admitidos em emissões por esforço restrito (ICVM nº 476) e de desenvolver um arranjo institucional capaz de viabilizar emissões por instituições não financeiras no mercado local, porém em moeda estrangeira; duas medidas com potencial para ampliação do grau de liquidez do mercado secundário (CVM, 2019, p. 7 e 9). Outra agenda trata sobre a hipótese de concessão de incentivos tributários aos emissores de debêntures, de modo a viabilizar que estes ofertem títulos corporativos com

38. Inclusive fundos de investimento constituídos com poupança compulsória, como o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS). Para uma análise da configuração institucional e do desempenho desse fundo, ver Silva (2019).

rentabilidade capaz de incentivar a participação de investidores institucionais³⁹ e não residentes; inclusive admitida a possibilidade de emissões em dupla série, uma com incentivos ao emissor e outra, ao investidor (Allain, 2019, p. 17).

A terceira agenda diz respeito ao Projeto de Lei nº 2.646/2020, que promove alterações no marco legal das debêntures incentivadas e foi aprovado pelo Plenário da Câmara dos Deputados e enviado para apreciação do Senado Federal, em julho de 2021. O objetivo central da proposição é estruturar incentivos capazes de ampliar a participação de investidores institucionais na demanda por dívida emitida por projetos de infraestrutura ou por patrocinadores desses projetos. Esses investidores já são beneficiários de isenções de IRPJ sobre rendimentos pagos por títulos da dívida pública; logo, a extensão dessa isenção aos títulos de dívida corporativa, com maior perfil de risco, acaba não constituindo fator relevante para a maior acomodação desses títulos em carteira. Pela nova proposta, o incentivo tributário para a ser direcionado para a empresa emissora do título, que poderá deduzir para efeitos de apuração do lucro líquido o valor da soma dos juros pagos. Esse procedimento permite às empresas emissoras de debêntures de infraestrutura o “repasso” dos ganhos decorrentes desses incentivos tributários aos investidores institucionais, sob a forma de maior taxa de juros reais pagos pelas debêntures de projetos emitidas sob o novo regramento.

Por fim, ainda que não menos relevante, é importante ressaltar que o modelo de provisão de equipamentos e serviços de infraestrutura baseados em contratos de concessão e incentivos à estruturação financeira de projetos com base em instrumentos do mercado de capitais – inclusive, dívida corporativa – é importante, mas não suficiente para viabilizar os diferentes perfis de projetos nos diferentes setores e subsetores de infraestrutura requeridos pela economia brasileira. Nesses termos, permanecem relevantes as agendas de estudos e pesquisas relacionadas ao desenvolvimento de modelos de política fiscal e regras de governança fiscal – aplicáveis a União, aos estados, ao Distrito Federal e aos municípios – capazes de acomodar arranjos orientados ao financiamento orçamentário da capitalização de bancos de desenvolvimento, a estruturação de fundos garantidores, a realização de aportes em parcerias público-privadas (PPPs) e, quando for caso, a execução direta de investimentos em novos projetos ou em projetos de modernização e ampliação de equipamentos voltados à oferta de serviços de infraestrutura.

39. Para uma análise do potencial de participação de investidores institucionais do mercado global e doméstico em infraestrutura no Brasil, ver Rocha (2021).

REFERÊNCIAS

ABRAHAM, F.; CORTINA, J. J.; SCHMUKLER, S. L. (Org.). **The rise of domestic capital markets for corporate finance**. Washington: The World Bank, June 2019.

ALLAIN, M. **Aperfeiçoamento da regulamentação de produtos e de investimentos privados de infraestrutura no Brasil**. Brasília: Ipea, nov. 2019. (Texto para Discussão, n. 2526).

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Estatísticas de private banking**. [s.l.]: Anbima, maio 2021. Disponível em: <<https://is.gd/oBs5DX>>.

APARECIDA, L. B. **Financiamento de longo prazo no Brasil**: explorando o avanço recente do mercado de debêntures. 2020. 68 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Administração, Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2020.

BANGA, J. The green bond market: a potential source of climate finance for developing countries. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, v. 9, n. 1, p. 17-32, 2019.

BERTUSSI, G. L.; TAKASAGO, M.; GUILHOTO, J. J. M. Infraestrutura econômica no Brasil: uma análise de sua relevância sob a ótica de matriz insumo-produto. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 38, n. 77, p. 147-170, set. 2020.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio Exterior e Serviços. Ministério da Cidadania. Ministério da Ciência e Tecnologia. Ministério da Educação. Ministério de Minas e Energia. Ministério do Planejamento. Exposição de Motivos Interministerial nº 194/2010 – MF/MDIC/MC/MCT/MEC/MME/MP. Brasília: MF; MDIC; MC; MCT; MEC; MME; MP, 2010. Disponível em: <<https://bit.ly/3mUzxoK>>

_____. Ministério da Economia. **Boletim informativo de debêntures incentivadas**, ed. 88, mar. 2021a.

_____. Ministério da Economia. **Boletim informativo de debêntures incentivadas**, ed. 91, jun. 2021b.

CARVAJAL, A. F.; BEBCZUK, R. (Org.) **A literature review**: Capital markets development: causes, effects and sequencing. Washington: The World Bank, Dec. 2019.

COSTA, C. A.; CARRASCO, V. **Infraestrutura**: regras e incentivos. [S.l.]: Oliver Wyman, 2018. Disponível em: <<https://owy.mn/3Hub3uv>>.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de dívida corporativa no Brasil**: uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento. Rio de Janeiro: CVM, 2019.

DEMEKAS, D. G.; NERLICH, A. **Creating domestic capital markets in developing countries**: perspectives from market participants. Washington: IFC, Jan. 2020. (EM Compass Note, n. 77).

DE PAULA, L. F. (Org.) **Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia**: uma abordagem keynesiana. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

DUTRA, J. C.; OLIVEIRA, F. A. F.; FREITAS, R. M. S. (Coord.). **Regulação e infraestrutura**: em busca de uma nova arquitetura. Rio de Janeiro: FGV, maio 2018.

ICMA – INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION. **Green bond principles**: voluntary process guidelines for issuing green bonds. [S.l.]: ICMA, June 2018.

_____. **Sustainability-linked bond principles**: voluntary process guidelines. [S.l.]: ICMA, June 2020.

IEDI – INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Financiamento voluntário de longo prazo no Brasil**: análise e recomendações. São Paulo: Iedi, out. 2010. Disponível em: <<https://is.gd/qlvUqV>>.

_____. **O papel da infraestrutura na retomada da economia brasileira**. São Paulo: Iedi, 25 jun. 2021. (Carta Iedi, n. 1089). Disponível em: <<https://bit.ly/32ZeSsM>>.

IFC – INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. **Mobilizing private climate finance**: green bonds and beyond. Washington: IFC, Dec. 2016. (EM Compass Note, n. 25).

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND; WBG – WORLD BANK GROUP. Development of private sector bond markets. *In*: IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND; WBG – WORLD BANK GROUP. (Org.). **Developing government bond markets**: a handbook. Washington: IFM; World Bank, 2001.

_____. **Recent developments on local currency bond markets in emerging economies**. Riyadh: IFM; World Bank, Jan. 2020.

IOSCO – INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **The development of corporate bond markets in emerging market countries**. Madrid: Iosco, May 2002.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n. 2, p. 688-726, June 1997.

MONTESSO, V. G. **Análise do impacto de debêntures incentivadas no financiamento de projetos de infraestrutura, com foco em empreendimentos de geração de energia eólica.** 2019. 98 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Engenharia de Produção, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

NARAYANASWAMY, M.; BLITZER, C.; CARVAJAL, A. **The importance of local capital markets for financing development.** Washington: IFC, Jan. 2017. (EM Compass Note, n. 28).

PEREIRA, T. R.; MITERHOF, M. T. **Debêntures de infraestrutura: qual fração do custo fiscal é transferido aos projetos?** Rio de Janeiro: BNDES, ago. 2019. (Texto para Discussão, n. 143).

PINHEIRO, A. C. **Proposta para a ampliação e o alongamento de prazos no mercado de renda fixa privada no Brasil.** Rio de Janeiro: Anbima, mar. 2011.

PUGA, F. P.; BORÇA JUNIOR, G. R.; NASCIMENTO, M. M. O Brasil diante de um novo ciclo de investimento e crescimento econômico. *In*: ALEM, A. C.; GIAMBIAGI, F. (Org.). **O BNDES em um Brasil em transição.** Rio de Janeiro: BNDES, jun. 2010.

ROCCA, C. A. (Org.). **Financiamento do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais.** São Paulo: Iedi, jun. 2018.

ROCHA, K. **Investimento privado em infraestrutura nas economias emergentes: a importância do ambiente regulatório na atração de investimentos.** Rio de Janeiro: Ipea, ago. 2020. (Texto para Discussão, n. 2584).

_____. **Investidores institucionais e o financiamento da infraestrutura: uma estimativa do volume de recursos em potencial para o Brasil.** Brasília: Ipea, abr. 2021. (Texto para Discussão, n. 2644).

SILVA, M. S. **Fundos de investimento e financiamento de projetos de infraestrutura: uma leitura da configuração institucional e de desempenho operacional do FI-FGTS.** Brasília: Ipea, jul. 2019. (Texto para Discussão, n. 2486).

TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. (Org.). **O elo perdido: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e proposta.** São Paulo: Iedi; Instituto Talento Brasil, jun. 2012.

TURNER, P. Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues. *In*: BIS – BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (Org.). **The development of bond markets in emerging economies.** Basel: BIS, June 2002. v. 11, p. 1-12.

WAJNBERG, D. Debêntures de infraestrutura: emissões realizadas e perspectivas. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 41, p. 331-378, jun. 2014.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

LEVINE, R.; LOAYZA, N.; BECK, T. Financial intermediation and growth: causality and causes. **Journal of Monetary Economics**, v. 46, n. 1, p. 31-77, Aug. 2000.

SILVA, M. S. Concessões e parcerias público-privadas: arranjos institucionais híbridos para provisão de infraestrutura. *In*: CAVALCANTE, P. L. C.; SILVA, M. S. (Org.). **Reformas do Estado no Brasil**: trajetórias, inovações e desafios. Brasília: Cepal; Rio de Janeiro: Ipea, 2020.

WAGNER, M.; BERTOL, G.; MURPHY, A. **Ampliando investimentos privados em infraestrutura no Brasil**. [S.l.]: Oliver Wyman, 2014.