

Título do capítulo	CAPÍTULO 4 – UMA ANÁLISE DO FINANCIAMENTO EM INFRAESTRUTURA E O PROJETO DE LEI DAS DEBÊNTURES
Autores(as)	Cláudio R. Frischtak Arthur M. Rodrigues Manuel Faria Luiza Bellon Renata Canini
DOI	http://dx.doi.org/10.38116/978-65-5635-040-0/capitulo4

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.

UMA ANÁLISE DO FINANCIAMENTO EM INFRAESTRUTURA E O PROJETO DE LEI DAS DEBÊNTURES

Cláudio R. Frischtak¹
Arthur M. Rodrigues²
Manuel Faria³
Luiza Bellon⁴
Renata Canini⁵

1 INTRODUÇÃO

Desde a década de 1980, os investimentos em infraestrutura no Brasil vêm se reduzindo, processo que se acentuou em anos recentes à medida que os investimentos públicos passaram a enfrentar restrições crescentes por conta da fragilidade fiscal da União e dos entes subnacionais. Ainda que a participação privada venha se expandindo, permanece um conjunto de barreiras relacionadas à insegurança jurídica, à imprevisibilidade regulatória, aos marcos legais setoriais incompletos e ao financiamento do investimento. Este estudo examina a relação entre investimento em infraestrutura e seu financiamento, tendo por motivação uma proposta de legislação que amplia as possibilidades de emissão de debêntures para financiar o setor e expande os incentivos tributários associados. A premissa que informa o Projeto de Lei (PL) nº 2.646/2020 é que a restrição de financiamento ao investimento em infraestrutura se tornou ou se tornará vinculante nos próximos anos, e necessita ser aliviada por um novo instrumento, denominado *debêntures de infraestrutura*.

A Lei nº 12.431/2011, que criou as debêntures incentivadas, foi proposta com o objetivo de fomentar o investimento em infraestrutura por meio de desonerações tributárias aos compradores desses títulos, desde que os recursos fossem destinados exclusivamente a projetos de infraestrutura relativos aos setores de energia, transporte, água, saneamento básico, irrigação e outras áreas priorizadas pelo Executivo Federal; bem como a projetos de produção econômica intensiva em pesquisa,

1. Sócio gestor da Inter.B Consultoria Internacional de Negócios e membro do International Growth Center (IGC) da London School of Economics (LSE). *E-mail*: <claudio.frischtak@interb.com.br>.

2. Analista da Inter.B Consultoria Internacional de Negócios e membro da Iniciativa RioMais. *E-mail*: <arthur.mauriciorodrigues@gmail.com>.

3. Assistente de Políticas Públicas do Instituto de Estudos para Políticas de Saúde e membro da Iniciativa RioMais. *E-mail*: <manueldefaria@gmail.com>.

4. Analista da Inter.B Consultoria Internacional de Negócios. *E-mail*: <luiza.bellon@gmail.com>.

5. Analista de financiamento climático do Climate Policy Initiative (CPI/PUC-Rio); membro da Iniciativa RioMais e da Rede A Ponte. *E-mail*: <caninirenata@gmail.com>.

desenvolvimento e inovação (PD&I). Em vigor desde 2012, esses papéis apresentaram expansão significativa a partir de 2017, tornando-se em anos recentes a principal fonte de financiamento de projetos de infraestrutura no país. O PL nº 2.646/2020, apresentado ao Plenário em junho de 2020, propõe a criação de uma nova camada de incentivos, bem como altera as regras para as debêntures incentivadas e o próprio ambiente regulatório do mercado de capitais.

De forma similar às debêntures criadas pela Lei nº 12.431/2011, o novo instrumento também se volta para o financiamento de projetos de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em PD&I. A diferença básica é que a isenção fiscal é destinada à empresa emissora. Além disso, o texto da legislação amplia as possibilidades de remuneração e emissão para as debêntures incentivadas, estende os prazos para enquadramento legal dos fundos que investem nas áreas contempladas, além de desburocratizar o processo de aprovação dos projetos.

Este capítulo está dividido em quatro seções, além desta breve introdução. Na seção 2, é examinada a participação público-privada nos investimentos em infraestrutura, bem como seu financiamento, suas fontes e sua dinâmica nos anos 2010. A seção 3 tem por foco um instrumento específico e de crescente relevância: as debêntures incentivadas, cujo mercado se expandiu celeremente desde a normatização em 2011. Na seção 4, discute-se detalhadamente a necessidade e potenciais consequências da aprovação da legislação que aguarda apreciação no Senado. Por fim, a seção 5 apresenta de forma sintética a conclusão do capítulo.

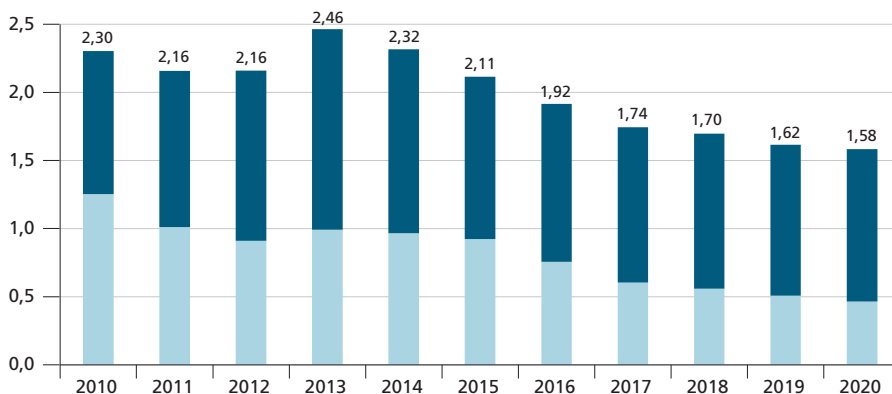
Este texto questiona a necessidade do novo instrumento, seu potencial custo fiscal e as consequências para o próprio mercado de capitais. Aqui não se coloca em dúvida a importância de se ampliar as possibilidades de financiamento do setor, mais além da emissão de debêntures. Há, sem dúvida, escopo para ampliar o envolvimento dos bancos comerciais, aperfeiçoar pontualmente as debêntures incentivadas e, talvez mais o importante, introduzir o *project finance* como forma de estruturar o financiamento no setor sem onerar o balanço das empresas desenvolvedoras/investidoras, para o qual será necessário fazer mudanças de caráter legal e regulatório, buscando garantir maior envolvimento do mercado segurador. Entretanto, o aperfeiçoamento deve ser feito de maneira transparente, com as devidas avaliações de impacto – o que não parece ser uma qualidade do PL nº 2.646/2020.

2 O DESAFIO DO FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA NO BRASIL

Não faltam evidências sobre os baixos níveis de investimento em infraestrutura no Brasil. Modernizar a infraestrutura do país é um desafio de primeira ordem, principalmente tendo em vista as restrições fiscais que impedem de fato uma resposta do investimento público, e o papel necessário que o investimento privado terá de assumir nos próximos anos. O gráfico 1 denota a queda de participação dos investimentos do setor público no produto interno bruto (PIB) – se, em 2010, o

montante investido alcançava 1,25% do PIB; em 2015, esse montante se reduz a 0,9%, chegando a menos 0,5% em 2020. Paralelamente, o setor privado sustentou a média de investimentos em torno de 1,2% do PIB, partindo de 1,1% em 2010.

GRÁFICO 1
Evolução da participação nos investimentos totais em infraestrutura, por instância pública e privada (2010-2020)
 (Em % do PIB)



	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Privado	1,05	1,15	1,25	1,47	1,35	1,19	1,16	1,14	1,14	1,11	1,12
Público	1,25	1,01	0,91	0,99	0,97	0,92	0,76	0,60	0,56	0,51	0,46

Elaboração dos autores.

Os dados revelam que, apesar de, na última década, o maior protagonismo do setor privado ter sido, em grande medida, decorrente da contração expressiva dos investimentos públicos, os investimentos privados continuam a demonstrar significativa resiliência frente ao ciclo econômico e à incerteza fiscal. Se, na década passada, a participação privada teve um ganho ainda limitado de 0,1% do PIB, os próximos anos irão demandar ao menos compromissos adicionais desse setor de 1% a 2% do PIB.

Uma questão recorrente diz respeito ao financiamento dos investimentos privados, e até que ponto restrições na mobilização de recursos constituem uma barreira vinculante a uma ampliação da participação na escala necessária. Para melhor compreensão, é necessário, inicialmente, estabelecer como o investimento em infraestrutura no país é financiado, suas fontes e principais instrumentos, e sua dinâmica recente. Se o setor público, historicamente, teve papel preponderante no investimento em infraestrutura no país, sua presença foi ainda mais relevante no financiamento. De forma sintética e em uma perspectiva decenal, enquanto a participação média dos investimentos públicos em infraestrutura foi de 42,1% do total no período 2010-2019, no caso do financiamento, chegou a 56% do valor investido nesse período. Contudo, a dinâmica mostra uma história em certa medida

distinta (tabela 1). Se, ao início da década, o financiamento público respondia por 76,1% do total dos recursos, enquanto a execução representava 54,4% dos investimentos, ao final, as proporções praticamente convergiam.

TABELA 1
Participação de cada instância na execução e no financiamento do investimento em infraestrutura (2010-2019)
(Em %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Execução pública	54,4	47,4	42,9	46,3	43,3	44,1	44,0	34,8	33,1	30,7
Financiamento público	76,1	74,8	67,3	68,0	62,4	56,5	43,5	44,4	38,5	29,0
Execução privada	45,6	52,6	57,1	53,7	56,7	55,9	56,0	65,2	66,9	69,3
Financiamento privado	20,5	23,2	29,6	29,8	34,8	40,2	49,8	53,8	56,4	67,7

Elaboração dos autores.

Obs.: Para uma discussão mais detalhada a respeito das séries de execução e financiamento, ver apêndice B deste capítulo.

A tabela 2 expressa, em valores constantes, a evolução dos recursos utilizados para financiar os investimentos em infraestrutura no país. Dois movimentos chamam atenção: a queda acentuada do financiamento público (incluindo o *equity* do setor público, oriundo dos recursos orçamentários) para cerca de 20% do total de 2010 e, inversamente, a ampliação significativa do financiamento privado em termos absolutos, ainda que de forma não proporcional à brecha deixada pelo financiamento público.

TABELA 2
Financiamento dos investimentos em infraestrutura por instância (2010-2019)
(Em R\$ 1 bilhão)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Financiamento público	186,20	168,82	140,93	156,97	128,31	90,25	48,70	47,17	49,36	36,80
Financiamento privado	50,31	52,50	61,95	68,90	71,55	64,19	55,85	57,24	72,28	86,03
Financiamento externo	8,31	4,51	6,65	5,06	5,64	5,21	7,53	1,91	6,61	4,17
Total	244,81	225,83	209,53	230,93	205,50	159,65	112,08	106,32	128,24	127,00

Elaboração dos autores.

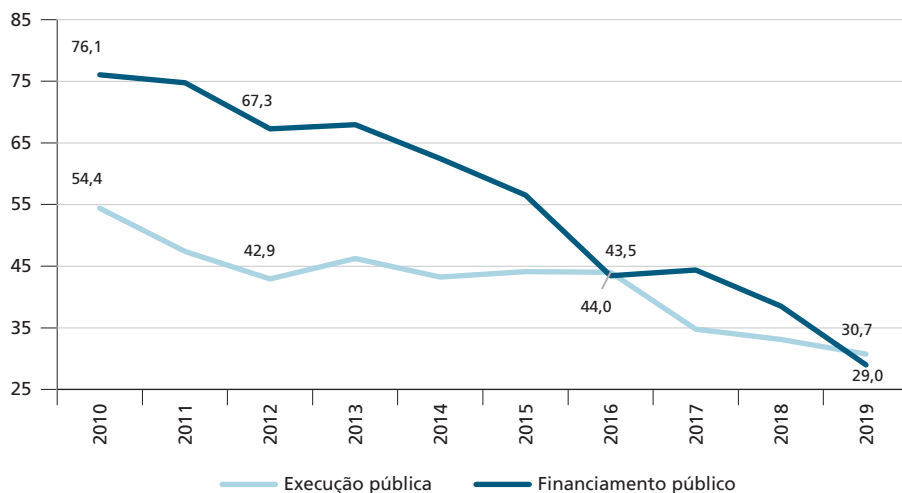
Obs.: Valores constantes de outubro de 2020.

2.1 O financiamento público de projetos em infraestrutura

No início da década, a participação pública no financiamento dos investimentos em infraestrutura e em sua execução diferiam em 21,7 pontos percentuais – p.p. (gráfico 2). Assim, mesmo sendo responsável por pouco mais de metade dos

investimentos realizados, o setor público financiava mais de 75% dos valores investidos. O Estado – por meio do Orçamento do Governo Federal (OGF) e de entes subnacionais, bancos públicos, fundos constitucionais, Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS),⁶ entre outras fontes – era responsável por parte considerável dos recursos aplicados nos investimentos em infraestrutura. No entanto, conforme apresentado no gráfico 4, tanto a participação no financiamento quanto no próprio investimento pelo setor público caiu de forma acentuada na década, com o financiamento se contraindo mais rapidamente, chegando a ser superado pela execução em 2016 – auge da crise fiscal – e em 2019, na medida em que empresas estatais ampliam seu financiamento junto aos consumidores (via tarifas) e ao mercado.

GRÁFICO 2
Parcela dos investimentos em infraestrutura financiados e realizados pelo setor público (2010-2019)
 (Em %)



Elaboração dos autores.

A tabela 3 detalha as modalidades do financiamento público de infraestrutura. Além dos recursos da União e dos estados, a oferta de financiamento se dá por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e da Caixa, além de outros bancos públicos, fundos regionais e constitucionais, dos quais não se tem dados históricos disponíveis. O BNDES se destaca entre os entes por seu papel preponderante no investimento em infraestrutura na última década, representando, em média, 63,45% do total do financiamento público.

6. O FI-FGTS foi estabelecido em 2007 e é gerido e administrado pela Caixa Econômica Federal (Caixa). Recebe aplicações dos recursos do FGTS para, nos termos da Lei nº 11.491/2007, investir em projetos nos setores de transporte, energia e saneamento.

A Caixa e o FI-FGTS também foram importantes fornecedores de crédito (e *equity*) para projetos de infraestrutura, sobretudo na primeira metade da década. Ambos expandiram seus aportes para projetos de infraestrutura durante o período, atingindo seus picos em 2014 e 2013, respectivamente.

TABELA 3
Financiamento público desagregado por ente (2010-2019)

Fonte	2010 (R\$ 1 bilhão)	2011 (R\$ 1 bilhão)	2012 (R\$ 1 bilhão)	2013 (R\$ 1 bilhão)	2014 (R\$ 1 bilhão)	2015 (R\$ 1 bilhão)	2016 (R\$ 1 bilhão)	2017 (R\$ 1 bilhão)	2018 (R\$ 1 bilhão)	2019 (R\$ 1 bilhão)	G (% a.a.)
OGF	35,51	29,70	26,94	26,35	23,72	16,77	12,48	12,32	12,50	9,92	-13,2
Estados	16,04	7,60	5,86	10,49	11,15	5,11	4,33	4,87	4,02	3,11	-16,7
BNDES	123,73	122,21	92,60	103,50	72,04	53,84	22,79	25,33	28,98	20,94	-17,9
Caixa	4,96	7,67	9,92	10,91	17,19	13,56	8,20	4,64	3,86	2,83	-6,0
FI-FGTS	5,95	1,63	5,61	5,73	4,21	0,97	0,91	0,00	0,00	n.d.	-64,4
Total público	186,20	168,82	140,93	156,97	128,31	90,25	48,70	47,17	49,36	36,80	-16,5

Elaboração dos autores.

Obs.: 1. No momento da elaboração deste capítulo, o FI-FGTS não havia divulgado os dados de desembolsos para 2019.

2. Valores constantes de outubro de 2020.

3. G = variação percentual anualizada entre 2010 e 2019; n.d. = não disponível.

4. Para mais detalhamento, ver apêndice A deste capítulo.

A partir de 2015, contudo, observa-se um esgotamento na capacidade do setor público em manter o papel de prover recursos em escala para os investimentos em infraestrutura no país, por conta das crescentes restrições fiscais. Tal redução se deu, sobretudo, por meio da restrição do crédito de bancos públicos, em especial o BNDES, e da redução do investimento direto com recursos do OGF. O mesmo fenômeno é observado para os desembolsos de entes subnacionais.

A redução na participação pública é ainda evidenciada ao se comparar os dispêndios anuais médios, em termos reais, por ente, na primeira e na segunda metade da década (tabela 4). Entre 2013 e 2015, a trajetória do financiamento público passou por um ponto de inflexão, devido ao esgotamento dos recursos públicos e à iminente crise fiscal – a partir desse momento, os desembolsos da União decresceram significativamente, atingindo um nadir em 2019.

TABELA 4
Financiamento público em projetos de infraestrutura por ciclo de investimentos

Fonte	Média 2010-2015 (A) (R\$ 1 bilhão de 2020)	2016-2019 (B) (R\$ 1 bilhão de 2020)	(A-B)/A (%)
OGF	26,50	11,80	55
Estados	9,38	4,08	56
BNDES	94,65	24,51	74
Caixa	10,70	4,88	54
FI-FGTS	4,02	0,30	92
Total público	145,25	45,58	69

Elaboração dos autores.

Obs.: 1. Até o momento da elaboração deste capítulo, o FI-FGTS não havia divulgado os dados de desembolsos para 2019.

2. Para mais detalhamento, ver apêndice A deste capítulo.

A redução nos aportes da União teve efeito significativo sobre o financiamento de bancos públicos e o orçamento dos estados, que dependiam, em parte, das transferências federais. Assim, enquanto na primeira metade da década o governo federal era responsável por desembolsos anuais da ordem de R\$ 26,5 bilhões para projetos de infraestrutura, na segunda metade, esse valor se reduziu em 55% – contração da mesma ordem de magnitude que observada no caso dos estados (56%). Por sua vez, no âmbito dos bancos públicos, os desembolsos da Caixa caíram 54%, enquanto os valores financiados pelo BNDES e pelo FI-FGTS se reduziram em 74% e 92%, respectivamente (tabela 4). Em contraposição, a partir de 2017, houve uma rápida ampliação dos aportes privados, que passaram a financiar uma parcela maior dos próprios investimentos, conforme discutido a seguir.

2.2 O financiamento privado (e externo) de projetos em infraestrutura

Com a redução do papel do setor público no financiamento à infraestrutura, empresas passaram a recorrer com maior frequência ao mercado de capitais, assim como aos empréstimos de bancos e instituições multilaterais. No âmbito do mercado de capitais, destacam-se os Fundos de Investimento em Participação (FIPs) e as debêntures, incentivadas ou não. Além disso, um projeto pode ser financiado por recursos próprios, de acordo com seus custos de *equity* e as condições de financiamento no mercado.

A tabela 5 apresenta os valores desagregados por fonte para o financiamento privado e externo em projetos de infraestrutura no período 2010-2019, além da taxa de crescimento anual de cada fonte. Consideram-se os valores anuais desembolsados nos setores de energia elétrica, transportes, saneamento básico e telecomunicações.

TABELA 5
Financiamento privado e externo desagregado por fonte (2010-2019)

Fonte	2010 (R\$ 1 bilhão)	2011 (R\$ 1 bilhão)	2012 (R\$ 1 bilhão)	2013 (R\$ 1 bilhão)	2014 (R\$ 1 bilhão)	2015 (R\$ 1 bilhão)	2016 (R\$ 1 bilhão)	2017 (R\$ 1 bilhão)	2018 (R\$ 1 bilhão)	2019 (R\$ 1 bilhão)	G (% a.a.)
Capital próprio	43,89	45,69	49,19	55,28	56,60	48,83	46,84	41,32	41,17	41,62	-0,6
Debêntures	3,21	1,87	10,96	9,35	13,92	11,28	7,60	9,64	27,42	34,26	30,1
FIPs	3,21	4,94	1,81	4,27	1,03	4,08	1,40	6,28	3,68	10,15	13,7
Instituições multilaterais	8,31	4,51	6,65	5,06	5,64	5,21	7,53	1,91	6,61	4,17	-7,4
Total não público	38,62	39,20	50,34	49,79	54,85	49,01	44,07	46,24	65,98	77,51	8,0

Elaboração dos autores.

Obs.: 1. Valores constantes de outubro de 2020.

2. Para mais detalhamento, ver apêndice A deste capítulo.

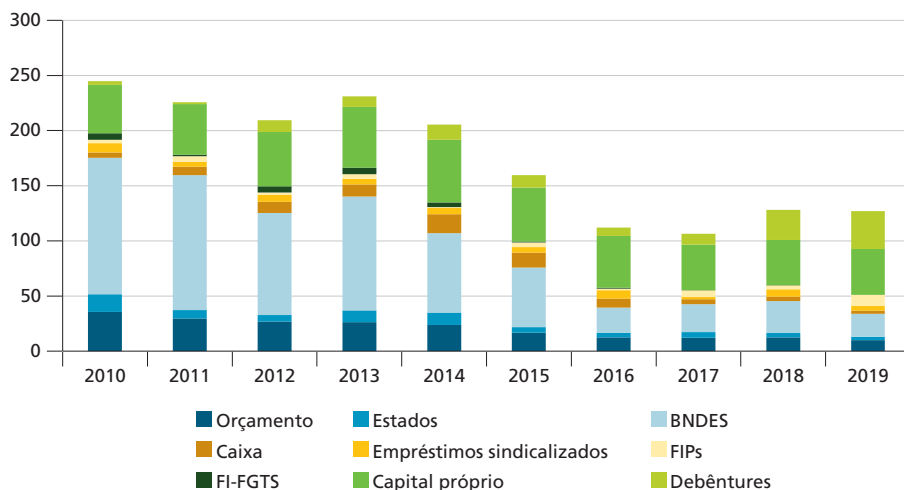
Nos últimos dez anos, o financiamento externo (por meio de instituições multilaterais) tem oscilado em torno da média de R\$ 5,56 bilhões, tendo recuado no decênio, assim como os recursos com capital próprio, ao passo que os FIs e, principalmente, as debêntures ganharam participação expressiva no mercado. Apesar de os FIPs terem apresentado uma taxa de crescimento de 13,7% ao ano (a.a.) na década, estes ainda representam menos de 10% do financiamento de infraestrutura. O capital próprio, por sua vez, permanece como a segunda fonte mais relevante. Essa tendência pode ser explicada por um efeito substituição – com a expansão de novos instrumentos de financiamento, o esforço de *equity* das empresas privadas foi relativamente menor. Na sua ausência, e dada a retração do financiamento público, muitos projetos não seriam executados, e aqueles que o seriam teriam de usar parcela significativamente maior de capital próprio.

Entretanto, o principal motor da substituição de recursos públicos por privados nos últimos anos foram as debêntures direcionadas para projetos de infraestrutura. A soma dos dois tipos de debêntures – convencionais e incentivadas (como será detalhado na seção 3) – saltou de R\$ 3,21 bilhões, em 2010, para R\$ 34,26 bilhões, em 2019, expandindo-se a uma taxa de 30,1% a.a. Na realidade, as debêntures foram o instrumento – seja público, seja privado – com crescimento mais expressivo na última década.

Assim, se, em 2010 – prévio à nova legislação –, as debêntures representavam o menor volume entre os nove mecanismos de financiamento analisados, em 2019, elas ultrapassaram o BNDES e se tornaram o dispositivo mais relevante. A tendência combinada das debêntures e dos FIPs permitiu um acréscimo bruto no volume de financiamento desembolsado por entes privados, substituindo parcialmente os recursos públicos.

Assim, a expressiva redução das participações do BNDES e do próprio orçamento no âmbito do setor público, aliada ao crescimento acentuado das debêntures incentivadas nos últimos anos (gráfico 3), transformou a configuração do financiamento em infraestrutura, posicionando o setor privado no seu fulcro. Essa mudança também foi propiciada por um crescimento dos FIPs e uma redução simultânea das participações do FI-FGTS e da Caixa. Com isso, os dez anos que separam o início e o fim da série marcam um período de transformação do financiamento de infraestrutura no país, não apenas pela contração da oferta de recursos públicos, como também pela expansão do espaço de financiamento privado, particularmente no âmbito do mercado de capitais, impulsionado pela queda na taxa de juros, como consequência de maior disciplina e controle nos gastos do governo. Isso se deu pela aprovação, em dezembro de 2016, da Emenda Constitucional (EC) nº 95, que instituiu um novo regime fiscal.⁷

GRÁFICO 3
Origem dos recursos por ente financiador (2010-2019)
(Em R\$ 1 bilhão)



Elaboração dos autores.
Obs.: Valores de outubro de 2020.

Visto que, nos últimos anos, a rápida expansão das debêntures foi a principal responsável pelo aumento na participação privada no financiamento de projetos de infraestrutura na década, convém obter um melhor entendimento da natureza das debêntures, sua dinâmica em anos recentes, e caracterizar os principais fatores que vêm levando a sua expansão. Para o propósito da análise, é importante entender potenciais limitações desse instrumento que poderiam

7. Também instrumental foi a EC nº 103/2019, da reforma da previdência. Para uma discussão recente da importância das duas reformas institucionais na trajetória da taxa de juros e da dívida do setor público, ver Brasil (2021).

dificultar a continuidade de sua rápida expansão nos próximos anos, e em que medida essas barreiras seriam relevantes e vinculantes.

3 O PAPEL DAS DEBÊNTURES NO FINANCIAMENTO DOS INVESTIMENTOS EM INFRAESTRUTURA

Uma caracterização das debêntures e seu mercado é o ponto de partida para uma discussão detalhada acerca dos potenciais impactos do PL nº 2.646/2020 sobre o financiamento de projetos de infraestrutura. Debêntures são títulos de dívida, instrumentos financeiros utilizados por pessoas jurídicas para captação de recursos direcionados a projetos específicos, aquisições ou, simplesmente, a financiamento de atividades da empresa ou, ainda, para refinarciar dívidas existentes. Em todos os casos, o investidor que adquire a debênture se torna um credor da companhia e, em contrapartida, espera receber o pagamento do principal e juros, e em um horizonte estipulado no papel.

A Lei nº 12.431/2011 introduziu um novo tipo de debêntures, as chamadas *debêntures incentivadas*, que diferem dos papéis convencionais no que tange à destinação dos recursos captados e ao incentivo fiscal direcionado aos seus detentores.⁸ Ao contrário dos demais títulos, essas debêntures têm a obrigação legal de canalizar os recursos obtidos para o financiamento de projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em PD&I;⁹ considerados prioritários em regulamento do Poder Executivo.¹⁰

A lei confere, para pessoas físicas, isenção na tributação do Imposto de Renda (IR) sobre rendimentos e ganhos de capital na venda e no resgate do ativo, e, no caso de pessoas jurídicas, a alíquota da tributação sobre o lucro real é fixada em 15%. A lei ainda garante isenção fiscal aos investidores em fundos compostos por um percentual mínimo de 85% de debêntures incentivadas, viabilizando alternativas mais seguras de investimento, uma vez que os fundos permitem a diversificação de papéis e projetos, diluindo o risco.

Desde sua criação em 2011, o título ganhou gradativa popularidade entre investidores, sendo contabilizadas, até 2019, 296 emissões, totalizando um volume de R\$ 96,5 bilhões,¹¹ dos quais R\$ 87,6 bilhões financiaram diretamente investimentos em infraestrutura¹² (gráfico 4). Com a vigência dos novos títulos, houve

8. *Debênture incentivada* foi o nome convencionado pelo mercado e pelo próprio governo federal para se referir às debêntures enquadradas no art. 2º da Lei nº 12.431/2011, porém, essa nomenclatura não está presente no texto da legislação.

9. Pereira e Miterhof (2019) estimam coeficiente de repasse de 60% entre renúncia tributária e custo de captação. Ou seja, a cada R\$ 1,00 de subsídio concedido, há redução de R\$ 0,60 no custo de captação dos projetos de infraestrutura elegíveis.

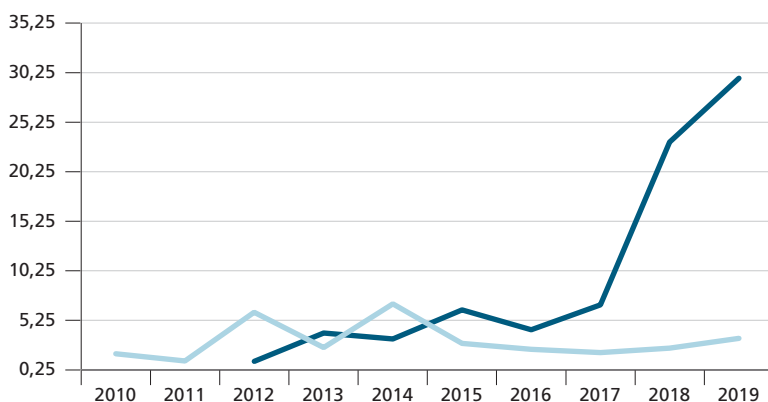
10. O decreto vigente atualmente foi instituído pelo presidente Michel Temer em 2016.

11. Em valores de outubro de 2020, atualizados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

12. O *Boletim de Mercado de Capitais*, da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), fornece a porcentagem das debêntures incentivadas que são investidas em infraestrutura anualmente.

não apenas uma substituição dos recursos alocados em debêntures convencionais por incentivadas, cerca de 90% do total no período 2018-2019, mas um aumento expressivo do total de recursos financiados.

GRÁFICO 4
Financiamento de infraestrutura, debêntures incentivadas e não incentivadas (2010-2019)
 (Em R\$ 1 bilhão)



— Incentivadas			1,12	3,99	3,38	6,3	4,32	6,81	23,23	29,68
— Convencionais	1,87	1,16	6,08	2,5	6,92	2,92	2,33	2,01	2,44	3,44

Fonte: Anbima (2021).
 Obs.: Valores de outubro de 2020, corrigidos pelo IPCA.

Entre os fatores que influenciaram a rápida expansão das debêntures incentivadas após 2017, a queda nas taxas de juros facultada pelo novo regime fiscal pós-2016 e a introdução da Taxa de longo Prazo (TLP) pelo BNDES, com maior alinhamento ao mercado, foram possivelmente determinantes pelo lado da demanda, além de uma maior e diversificada oferta de debêntures. Ademais, a difusão do instrumento fez com que o volume total de transações dos títulos no mercado secundário saltasse de R\$ 3,7 bilhões para R\$ 43,68 bilhões, no período 2014-2019.¹³ Esse movimento, além de refinar a definição do preço de equilíbrio do ativo, mitiga seu risco de liquidez. Como há preferência por liquidez, e as debêntures competem com outras formas de renda fixa historicamente mais líquidas, como Certificados de Depósito Bancário (CDBs) e títulos do Tesouro, a expansão do mercado secundário reduz o prêmio demandado pelos investidores em função do risco do negócio. A maior atratividade, por sua vez, aquece a demanda pelo

13. Disponível em: <<https://bit.ly/3FNTu8h>>.

instrumento e induz ainda mais liquidez, em um ciclo virtuoso que beneficia tanto os emissores quanto os compradores do título.¹⁴

Pelas características dos incentivos fiscais das debêntures incentivadas, as emissões não foram absorvidas em escala por alguns setores do mercado. Especificamente, investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, não se beneficiam da Lei nº 12.431/2011 por já usufruírem de outro tipo de isenção fiscal, e a participação destes entre os compradores desse instrumento tem sido historicamente baixa.¹⁵ De fato, mesmo após 2017, quando a emissão de debêntures incentivadas se expandiu rapidamente, assim como seu estoque (tabela 6), a aquisição de títulos por parte desses investidores continuou bem inferior à compra por pessoas físicas e fundos de investimento.

Entidades de previdência privada partiram de um estoque investido de R\$ 639,9 milhões, em 2014, para R\$ 992,5 milhões, em 2016. Contudo, nos anos seguintes, esse montante decresceu, chegando a R\$ 675,8 milhões, em 2019. Para companhias seguradoras, o investimento em debêntures incentivadas foi ainda menor: atingiu um pico de R\$ 121,7 milhões, em 2017, e, em 2019, reduziu-se a R\$ 45,4 milhões. Por sua vez, os investidores estrangeiros revelam uma alta volatilidade em suas aplicações, visto que alocaram um adicional de R\$ 3,7 bilhões em incentivadas em 2018, mas, no ano seguinte, os aportes se reduziram. Foram pessoas físicas, instituições financeiras emissoras (ou associadas) e fundos de investimento os principais tomadores, com estoque de, respectivamente, R\$ 5,3 bilhões, R\$ 2,15 bilhões e R\$ 1,87 bilhão, em 2014, que, em 2019, contabilizaram R\$ 27,66 bilhões, R\$ 18,59 bilhões e R\$ 16,56 bilhões (tabela 6).

14. O receio de que a baixa liquidez dos títulos impedisse o desenvolvimento do mercado fez com que o poder público adotasse medidas que estimulam o mercado secundário de incentivadas. Apesar de a remuneração atrelada à taxa depósito interbancário (DI) ser comum para debêntures convencionais emitidas no mercado doméstico, a Lei nº 12.431/2011 não permite tal pactuação com taxas pós-fixadas para debêntures incentivadas, uma vez que ativos indexados ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI) costumam acompanhar de perto mudanças de política monetária, reduzindo possibilidades de especulação e arbitragem características de taxas pré-fixadas. Dessa forma, as debêntures incentivadas só podem ser indexadas a índices de preço (comumente o IPCA) e à Taxa Referencial (TR).

15. O art. 5º da Lei nº 11.053/2004 estabelece a isenção do IR sobre ganhos auferidos para fundos de entidades de previdência privada e sociedades seguradoras.

TABELA 6
Estoque de debêntures incentivadas por comprador (2014-2019)
(Em R\$ 1 bilhão)

Investidor	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Fundos de investimento	1.879,1	1.960,8	2.455,6	4.251,1	8.146,4	1.6561,8
Instituições financeiras ligadas à emissora e/ou participantes do consórcio	2.153,1	1.491,4	1.436,6	3.999,5	9.042,6	18.593,7
Instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição	1.096,1	1.067,7	1.238,1	2.725,7	5.219,0	6.122,8
Pessoas físicas	5.301,2	9.268,9	10.415,1	13.221,9	18.003,0	27.662,9
Demais instituições financeiras	2.184,2	3.401,2	4.907,4	4.763,3	7.257,8	10.778,7
Entidades de previdência privada	639,9	487,6	992,5	623,6	526,7	675,8
Clubes de investimento	27,0	75,1	129,7	129,2	55,2	398,4
Companhias seguradoras	67,5	36,3	33,9	121,7	44,2	45,4
Investidores estrangeiros	884,2	262,6	245,4	320,0	4.027,2	3.899,5
Demais pessoas jurídicas ligadas à emissora e/ou participantes do consórcio	0,0	0,0	0,0	291,1	567,2	563,7
Demais pessoas jurídicas	33,7	34,5	71,5	437,4	355,2	930,6
Sócios, administradores, empregados ligados à emissora	21,6	39,4	43,5	193,5	124,4	120,6
Outros investidores	8,1	364,3	342,9	183,9	166,6	388,4
Total	14.295,8	18.489,7	22.312,3	31.261,8	53.535,6	86.742,0

Fonte: Brasil (s.d.).

Obs.: Valores de outubro de 2020.

A tabela 7 mostra as participações relativas dos diferentes compradores no estoque de debêntures incentivadas no período 2014-2019. A soma das participações das entidades de previdência privada e das seguradoras, partindo de 5,0%, em 2014, se reduz a 0,9%, em 2019, enquanto a trajetória das participações dos investidores estrangeiros parte de 6,2%, chegando a 4,5% no final do período. Em contraposição, fundos de investimento ganharam 6 p.p. no período, da mesma forma que instituições financeiras ligadas a emissoras (6,3 p.p.), ocupando também o espaço de pessoas físicas e demais instituições financeiras, cujas participações contraíram respectivamente 5,2 p.p. e 2,9 p.p.

TABELA 7
Participação dos compradores no estoque de debêntures incentivadas emitidas
(2014-2019)
(Em %)

Investidor	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Fundos de investimento	13,1	10,6	11,0	13,6	15,2	19,1
Instituições financeiras ligadas à emissora e/ou aos participantes do consórcio	15,1	8,1	6,4	12,8	16,9	21,4
Instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição	7,7	5,8	5,5	8,7	9,7	7,1
Pessoas físicas	37,1	50,1	46,7	42,3	33,6	31,9
Demais instituições financeiras	15,3	18,4	22,0	15,2	13,6	12,4
Entidades de previdência privada	4,5	2,6	4,4	2,0	1,0	0,8
Companhias seguradoras	0,5	0,2	0,2	0,4	0,1	0,1
Investidores estrangeiros	6,2	1,4	1,1	1,0	7,5	4,5
Outros investidores	0,6	2,8	2,6	4,0	2,4	2,8
Total	100	100	100	100	100	100

Fonte: Brasil (s.d.).

A baixa aderência do instrumento a algumas classes de investidores com significativo potencial de aporte de recursos – a exemplo de entidades de previdência privada, empresas seguradoras e investidores estrangeiros – é a principal crítica em relação ao desenho atual das debêntures incentivadas, e motivou a formulação do PL nº 2.646/2020. O projeto propõe a criação de um novo título para o financiamento de projetos no setor – denominado *debêntures de infraestrutura*. Como se discutirá na seção 4, uma análise do PL sugere a importância de se avaliar seu impacto fiscal *ex-ante*, e coloca em questão alguns dos seus fundamentos e *rationale* propriamente dito, mais além de seus eventuais efeitos sobre o mercado de capitais e o comportamento dos agentes.

4 O PL Nº 2.646/2020

As discussões quanto à ampliação dos incentivos às debêntures que financiam projetos de infraestrutura se iniciaram em 2017, quando da elaboração do novo marco legal de concessões privadas e parcerias público-privadas (PPPs), o PL nº 7.063/2017, que ainda tramita na Câmara dos Deputados. Contudo, o cenário de pandemia e a necessidade de aprimorar as condições para o financiamento privado em infraestrutura no Brasil estimularam a criação de um novo PL, derivado da proposta legislativa mais ampla, porém, exclusivamente voltado para o financia-

mento do setor. Assim, em junho de 2020, foi apresentado o PL nº 2.646/2020, aprovado com alterações na Câmara dos Deputados em julho de 2021, e que, no momento da elaboração deste texto, aguardava parecer do Senado.

O objetivo do PL nº 2.646/2020 é criar uma nova camada de incentivos para atrair ao mercado de infraestrutura investidores privados que, atualmente, participam de forma residual na aquisição das debêntures incentivadas, como é o caso de certos investidores institucionais e estrangeiros.¹⁶ O PL também propõe modificações em outros instrumentos financeiros, como as próprias debêntures incentivadas – criadas em 2011 – e os fundos de investimento em infraestrutura e PD&I, visando remover barreiras operacionais e normativas que, na perspectiva dos legisladores, limitam seu escopo e sua atratividade. Entre as propostas, estão novas possibilidades de emissão e remuneração, maiores prazos para enquadramento nos requisitos legais, bem como mudança nas regras de elegibilidade ao incentivo.

Claramente, no Brasil, existe a necessidade de se atrair recursos privados para o financiamento de infraestrutura. Assim, iniciativas que corrijam falhas no mercado de capitais, aumentem a segurança jurídica e, de maneira geral, reforcem o ambiente normativo do setor são não somente desejáveis, como necessárias. Contudo, o projeto não explicita ou contabiliza em termos mais objetivos os custos e benefícios das medidas. E, ao não o fazer, introduz uma fragilidade, em grande medida, incontornável.

Especificamente, por um lado, não há estimativas de seu impacto ou custo fiscal ao longo dos anos; por outro, há uma evidência minimamente sistemática dos seus potenciais retornos ou ganhos na perspectiva do financiamento aos projetos de infraestrutura. Dada a relevância do tema e o fato de haver disponibilidade de informações, uma avaliação do impacto da legislação em termos de custos e benefícios seria pré-condição mesmo para a apresentação do PL, pois ambos são necessários para fundamentar sua consistência com o interesse público.

Em síntese, ao que consta, não foi elaborado – ou ao menos amplamente divulgado – um diagnóstico que identifique problemas estruturais no mercado de capitais que o projeto estaria corrigindo, tampouco que pondere potenciais ganhos com os custos das propostas. Esse fato gera incertezas quanto aos ganhos líquidos advindos do PL, mais além da possibilidade de transações impróprias entre agentes e de danos ao funcionamento do mercado secundário.

Na realidade, a evidência sugere que as debêntures incentivadas estão ganhando cada vez mais popularidade entre investidores, e que ainda há espaço para absorção de novos títulos no mercado de renda fixa. Esse fato se contrapõe ao que é aparentemente a premissa básica da nova legislação – a existência de uma

16. Para mais informações, ver seção 3 deste capítulo.

demanda reprimida por debêntures, fruto de incentivos fiscais insuficientes ou mal direcionados, e imperfeições no mercado de capitais. Esta seção tem por objetivo descrever as alterações no mercado de financiamento de infraestrutura propostas no PL nº 2.646/2020, e refletir sobre as possíveis consequências da nova legislação.

4.1 Debêntures de infraestrutura

O PL nº 2.646/2020, em seu art. 1º, propõe a criação de um novo tipo de debênture subsidiada: as *debêntures de infraestrutura*. Similarmente às debêntures incentivadas, esse novo título tem o objetivo de captar recursos privados para o financiamento de projetos de infraestrutura, podendo ser emitido até 31 de dezembro de 2030¹⁷ por sociedades de propósito específico (SPEs) e concessionárias de serviços públicos, a exemplo de empresas de saneamento e de energia elétrica. Nesse molde, em vez de o incentivo fiscal ser destinado ao comprador do título (debenturista), este beneficiará seu emissor, isto é, a empresa que busca captar recursos para seus projetos. A empresa poderá descontar do lucro tributável até 30% do valor dos juros pagos a debenturistas no ano.

O ponto central do novo incentivo é reduzir os custos de emissão das empresas, permitindo que estas ofereçam aos investidores institucionais papéis a taxas de juros mais atrativas. Isso porque, embora a legislação em vigor tenha impulsionado a aquisição de debêntures incentivadas por parte de pessoas físicas e fundos de investimentos, a medida teve como consequência a redução na remuneração dos títulos, tornando-a insuficiente para atrair fundos de pensão e seguradoras, que já são isentos do pagamento de IR em qualquer aplicação financeira.¹⁸

A necessidade de criação de uma nova camada de incentivo, exclusivamente para o fim de atrair essa classe de investidores, não é, contudo, evidente. Talvez a razão mais básica é que não há evidência robusta ou sistemática que o mercado seja incapaz de absorver a demanda adicional por financiamento com a utilização de debêntures incentivadas. Na realidade, apesar do rápido crescimento das debêntures incentivadas e de sua relevância no financiamento de projetos de infraestrutura, esse instrumento representou apenas 0,56% do volume total de emissões no mercado de renda fixa nacional em 2019 (tabela 8).

17. O art. 6º do PL nº 2.646/2020 estabelece que os incentivos tributários se aplicam apenas às debêntures emitidas até cinco anos após a publicação da lei, em contradição como prazo de 31 de dezembro de 2030, previsto no art. 2º.

18. No texto do PL nº 2.646/2020, que está em tramitação no Senado Federal, é prevista tributação de 10% de IR sobre os rendimentos decorrentes de debêntures de infraestrutura, no caso de fundos isentos. No caso das debêntures incentivadas criadas em 2011, os fundos não pagam IR, visto que não há incentivos fiscais para o emissor. A medida proposta no PL tem como objetivo evitar que a renúncia fiscal do emissor se acrescente à renúncia fiscal de IR para fundos isentos.

TABELA 8
Participação das debêntures incentivadas no mercado de renda fixa

	2014 (R\$ 1 bilhão)	2015 (R\$ 1 bilhão)	2016 (R\$ 1 bilhão)	2017 (R\$ 1 bilhão)	2018 (R\$ 1 bilhão)	2019 (R\$ 1 bilhão)	G (% a.a.)
Debêntures incentivadas (A)	6,2	7,8	4,9	10,0	25,5	34,9	41,28
Infraestrutura	4,6	7,7	4,9	7,4	24,8	30,7	46,24
Outras destinações	1,6	0,1	0,0	2,5	0,7	4,2	21,29
Mercado total de renda fixa (B)	4.055,0	3.009,5	2.940,7	3.960,1	4.853,0	5.487,0	6,24
Participação debêntures (A/B)	0,15	0,26	0,17	0,25	0,53	0,64	-
Infraestrutura	0,11	0,26	0,17	0,19	0,51	0,56	-
Outras destinações	0,04	0,00	0,00	0,06	0,02	0,08	-

Fonte: Anbima (2021).

Obs.: Valores de outubro de 2020.

Até que ponto as debêntures incentivadas seriam capazes de responder à ampliação da demanda de financiamento ao investimento em infraestrutura nos próximos anos, supondo o crescimento relativamente acelerado deste? A fim de avaliar se o mercado de renda fixa poderia suportar uma expansão das debêntures incentivadas grande suficiente para reverter a lacuna de investimentos em infraestrutura no país, foram feitas simulações de dois cenários.

No primeiro cenário, a lacuna anual de investimentos é estimada em R\$ 150 bilhões no ano de 2020, o que representa o valor adicional a ser investido para que se alcance o estoque-alvo de infraestrutura “em vinte anos”. Assim, foi simulado um cenário de rápida expansão dos investimentos (cujo crescimento seria de 12% a.a., partindo de R\$ 124,6 bilhões em 2020), a partir da trajetória de cada um dos instrumentos de financiamento. Em razão das restrições fiscais enfrentadas pelo setor público, adotou-se a hipótese de que o financiamento deste ente se manterá no mesmo nível de 2019 pelos próximos anos. Para o financiamento privado, as estimativas de crescimento anual variaram por instrumento e fonte, conforme detalhado no apêndice C.

Nesse cenário, a expansão dos investimentos privados cobriria a brecha de R\$ 150 bilhões já em 2027 (tabela 9), quando os investimentos totais de infraestrutura seriam da ordem de R\$ 279,9 bilhões (equivalente a 4,12% do PIB), dos quais R\$ 36,1 bilhões advindos do setor público e R\$ 243,8 bilhões do privado. Para financiar os investimentos privados, seriam necessários estimados R\$ 81,3 bilhões sob a forma de *equity*, outros R\$ 22 bilhões em FIPs e, mais

expressivamente, R\$ 133,4 bilhões em emissões de debêntures incentivadas.¹⁹ A participação das debêntures no mercado de renda fixa se estima com base na premissa de que esse mercado cresceria a uma taxa de 6,2% a.a. – aquela observada no período 2010-2019.

TABELA 9
Simulação do nível de participação de debêntures incentivadas no mercado de renda fixa que compensaria a brecha de investimentos em infraestrutura (2020-2027)

Fonte	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	G (% a.a.)
Financiamento público ¹ (R\$ 1 bilhão)	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	0,0
Financiamento privado ² (R\$ 1 bilhão)	88,5	100,0	115,0	132,8	154,0	179,0	208,7	243,8	15,6
Debêntures incentivadas de infraestrutura (R\$ 1 bilhão) – A	30,1	37,2	46,1	57,0	70,5	87,2	107,8	133,4	23,7
Investimento total em infraestrutura (R\$ 1 bilhão) – B	124,6	136,1	151,1	168,9	190,1	215,1	244,8	279,9	12,3
Mercado total de renda fixa (R\$ 1 bilhão) – C	5.829,1	6.192,6	6.578,7	6.989,0	7.424,7	7.887,7	8.379,5	8.902,0	6,2
Proporção da partici- pação de debêntures incentivadas no financia- mento de infraestrutura (%) – A/B	24,2	27,4	30,5	33,7	37,1	40,5	44,0	47,6	10,2
Proporção da partici- pação de debêntures incentivadas no mercado de renda fixa (%) – A/C	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,1	1,3	1,5	16,4

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Inclui OGF, orçamento de estados, BNDES, Caixa e FI-FGTS.

² Inclui empréstimos de instituições multilaterais, FIPs, capital próprio e debêntures.

Obs.: Valores constantes de outubro de 2020.

Verifica-se que, sob uma expansão dos investimentos privados suficientemente rápida para cobrir a atual “brecha” da taxa de investimentos em sete anos, a participação das debêntures incentivadas no mercado de renda fixa permaneceria bastante reduzida. Na medida em que o investimento privado se expandisse, as debêntures incentivadas seriam responsáveis por 47,6% do financiamento total de infraestrutura em 2027, ao mesmo tempo que sua participação no mercado de renda fixa seria de apenas 1,5%, o que indica a existência de espaço para crescimento do instrumento.

19. O restante do financiamento privado estimado para 2027 advém de instituições multilaterais e debêntures não incentivadas de infraestrutura, no montante de R\$ 4,1 bilhões e R\$ 2,9 bilhões, respectivamente. Para mais detalhamento da metodologia de expansão de cada instrumento de financiamento privado, ver apêndice C deste capítulo.

Com o objetivo de averiguar se o mercado de renda fixa comportaria um crescimento ainda mais acentuado de debêntures incentivadas, foi simulado um cenário de modernização acelerada da infraestrutura do país, no qual os investimentos no setor cresceriam a uma taxa de 16% a.a., atingindo um adicional de investimentos anuais de R\$ 213 bilhões em 2027, que permitiria ao país alcançar o estoque-alvo em apenas dez anos, ou seja, em 2030. Similarmente à primeira simulação, adotou-se a premissa de que o financiamento público permanecerá a níveis de 2019, enquanto o crescimento dos demais instrumentos encontra-se detalhado no apêndice C. Nesse cenário, quando do fechamento da lacuna, as debêntures incentivadas seriam responsáveis por R\$ 188,9 bilhões do financiamento do total de R\$ 363,3 bilhões, uma participação de 52% (tabela 10). Por seu turno, a parcela do instrumento no mercado de renda fixa permaneceria relativamente baixa: em 2027, alcançaria 2,12% – nível inferior, inclusive, aos atuais 2,8% de participação das debêntures convencionais.

TABELA 10

Simulação do nível de participação de debêntures incentivadas no mercado de renda fixa que compensaria a brecha de investimentos em infraestrutura em um cenário de modernização acelerada (2020-2027)

Fonte	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	G (% a.a.)
Financiamento público ¹ (R\$ 1 bilhão)	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	0,0
Financiamento privado ² (R\$ 1 bilhão)	88,5	103,4	123,5	148,4	179,6	218,4	266,9	327,2	20,5
Debêntures incentivadas de infraestrutura (R\$ 1 bilhão) – A	30,1	39,1	50,9	66,2	86,0	111,8	145,3	188,9	30,0
Investimento total em infraestrutura (R\$ 1 bilhão) – B	124,6	139,5	159,6	184,5	215,7	254,5	303,0	363,3	16,5
Mercado total de renda fixa (R\$ 1 bilhão) – C	5.829,1	6.192,6	6.578,7	6.989,0	7.424,7	7.887,7	8.379,5	8.902,0	6,2
Proporção da participa- ção debêntures incentiva- das no financiamento de infraestrutura (%) – A/B	24,2	28,1	31,9	35,9	39,9	43,9	48,0	52,0	11,6
Proporção da participa- ção debêntures incentiva- das no mercado de renda fixa (%) – A/C	0,52	0,63	0,77	0,95	1,16	1,42	1,73	2,12	22,4

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Inclui OGF, orçamento de estados, BNDES, Caixa e FI-FGTS.

² Inclui empréstimos de instituições multilaterais, FIPs, capital próprio e debêntures.

Obs.: Valores constantes de outubro de 2020.

Dessa forma, os exercícios apresentados nas tabelas 9 e 10 sugerem um mercado de tamanho suficiente para acomodar a expansão orgânica das debêntures incentivadas, tanto em um cenário de rápido crescimento do instrumento como em um contexto de modernização ainda mais acelerada. Claro que as simulações são um indicador aproximado, mas revelam que o mercado de renda fixa – tanto em volume como histórico de crescimento – seria capaz de absorver uma expansão continuada das debêntures incentivadas nos próximos anos, suficiente para financiar parte considerável das necessidades de investimento no setor, mesmo sob premissas de crescimento extremamente acelerado dos investimentos nesta década.

Vale notar que a evolução da relação risco-retorno vem tornando o ativo cada vez mais atraente aos investidores, que costumam evitar papéis demasiadamente voláteis. Ao final de 2019, as debêntures de infraestrutura apresentaram uma relação de risco-retorno acumulada nos últimos doze meses de 0,23, frente aos valores de 0,30 em dezembro de 2018 e 0,61 no mesmo mês de 2017 (Brasil, [s.d.]).

Ademais, tratando do nível da absorção desses títulos, Almeida e Bazilio (2015), utilizando dados internos do BNDES, indicam que o percentual de debêntures incentivadas adquiridas no momento da emissão foi crescente, ao menos até 2015, chegando a 95,7% naquele ano (não há dados disponíveis para anos mais recentes). Por sua vez, no âmbito das debêntures convencionais, esse montante foi de apenas 36,5%. Desse modo, não só as emissões de debêntures incentivadas cresceram a taxas significativamente superiores às dos demais instrumentos no mercado no período 2018-2019 – 36,7%, frente a 9,9% de CDBs e 2,4% de Letras de Crédito Agronegócio (LCAs) –, como sua absorção no mercado foi significativamente superior à de seus pares.

O desenvolvimento do mercado secundário é outro indicador da demanda pelo instrumento, e a possibilidade de emissão com prêmios menores. Em 2014, as debêntures convencionais registraram 15.119 operações de renegociação, as quais atingiram o total de 57.481 em 2019. No que diz respeito às debêntures incentivadas, esses valores foram de 30.644 e 192.062, respectivamente (Brasil, [s.d.]). Estas também alcançaram, ao longo de 2019, um giro (isto é, volume negociado em relação ao estoque) mais que o dobro logrado pelas debêntures convencionais: 5,32% das primeiras, contra 2,25% das últimas, evidenciando o alto grau de liquidez alcançado.

Ao mesmo tempo, quando se observa o mercado de debêntures convencionais, que não possuem benefício tributário e, por conseguinte, oferecem remunerações mais elevadas, a parcela de demais investidores institucionais e estrangeiros continua baixa: levando em consideração a participação média de 2014 a 2019, estes detêm 5,8% e 0,7% dos títulos ofertados, respectivamente, diante da participação de 2,72% e 2,88% no caso das debêntures incentivadas. Nota-se que a diferença de

demanda em relação às debêntures incentivadas atuais é, na prática, insignificante. Isso indica que, com ressalvas,²⁰ a demanda de fundos institucionais por esses ativos é pouco sensível a variações de preço, o que confere ainda mais incerteza sobre a eficácia do novo instrumento proposto em atrair tais agentes para o financiamento de infraestrutura, caso o novo benefício venha ser efetivamente aprovado.

Assim, a criação de mais uma camada de isenção tributária pode ser redundante, visto que o instrumento incentivado vigente, além de ter apresentado desempenho virtuoso em anos recentes, possui grande potencial de crescimento nos próximos anos. Tal cenário está alicerçado em três fatores. Primeiro, a taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) deve permanecer abaixo dos níveis de 2017 no horizonte relevante,²¹ quando teve início o acelerado crescimento no mercado de debêntures incentivadas de infraestrutura (seção 3), o que cria incentivo para sua emissão na medida que reduz o custo de captação das empresas e torna os títulos pós-fixados do Tesouro menos atrativos. Em segundo lugar, o expressivo aumento no patrimônio de fundos de investimento em infraestrutura em anos recentes, evidenciado na seção 2, indica que investidores têm enxergado cada vez mais atratividade na proposta desses veículos financeiros. Por fim, a nova *Agenda do Mercado de Capitais*, lançada em novembro de 2020, em uma iniciativa conjunta da Anbima e B3, tem grande potencial para estimular a expansão do financiamento privado de longo prazo no Brasil, com a diversificação de investidores, a ampliação da base de emissores, o desenvolvimento do mercado secundário de renda fixa e o fomento à securitização, buscando perseguir as boas práticas internacionais no mercado financeiro.²²

Portanto, é necessário ter cautela em relação a iniciativas legislativas – e outras – cujas consequências são desconhecidas ou pouco exploradas, à medida que podem trazer maiores custos diretos (fiscais) do que ganhos para a financiabilidade do setor. À proporção que o PL ainda se propõe a estimular o mercado de capitais por meio de alterações no ambiente normativo vigente, a subseção 4.2 examina as propostas que buscam destravar o financiamento de infraestrutura no Brasil, modificando regras que delimitam transações no mercado de capitais.

20. As estatísticas relativas às debêntures convencionais são provenientes do *Boletim de Mercados de Capitais*, da Anbima, que, ao contrário do *Boletim de Debêntures Incentivadas*, não desagrega os dados relativos aos demais investidores institucionais. Estes compõem todas as pessoas jurídicas compradoras de debêntures, excetuando-se fundos de investimento e intermediários ligados à oferta, de modo que não é possível saber a participação exata dos fundos de pensão e seguradoras dentro desta categoria.

21. As projeções mais recentes do boletim *Focus* apontam que a meta para a Taxa *Over-Selic* deve subir gradualmente até atingir o patamar de 6,5% a.a. em 2024. Em 2017, a taxa alcançou 13% a.a.

22. Para mais informações, ver Anbima (2021).

4.2 Alterações no ambiente normativo do mercado de capitais

Além do que dispor exclusivamente sobre as debêntures de infraestrutura, o PL nº 2.646/2020 promove alterações na Lei nº 12.431/2011 e, de forma mais abrangente, no mercado de capitais. O PL possibilita que as debêntures incentivadas e de infraestrutura possam ser emitidas sem a necessidade de autorização ministerial prévia ou com autorização simplificada, de acordo com as categorias de emissão a serem detalhadas a seguir. Por seu turno, as mudanças no âmbito do mercado incluem a flexibilização de regras para adequação dos fundos de investimentos aos incentivos.

Inicialmente, tratando dos “procedimentos de autorização para emissão dos títulos incentivados”, o PL nº 2.646/2020 introduz duas alterações significativas. Em seu art. 2º, defende que as debêntures de infraestrutura consideradas prioritárias possam ser emitidas sem autorização ministerial prévia, e generaliza a medida também para as debêntures incentivadas já existentes, no art. 10º. Também é introduzida a possibilidade de aprovação simplificada para setores que envolvam serviços de titularidade de entes subnacionais. Adicionalmente, o art. 7º estabelece, para ambas as classes de debêntures, instrumentos de tramitação simplificada e prioridade de análise em emissões voltadas para projetos que proporcionem benefícios ambientais ou sociais relevantes.

À primeira vista, as medidas parecem bem-vindas para reduzir o excesso de burocracia e assimetria entre setores envolvidos no enquadramento dos projetos. O setor de telecomunicações, por exemplo, acumula apenas cinco emissões de debêntures incentivadas ao longo dos nove anos de vigência do instrumento, em razão de uma série de restrições impostas por portarias do Ministério das Comunicações. Entre elas, estão a reduzida variedade de obras consideradas prioritárias e a proibição de utilização dos recursos para financiamento de bens de capital importados, o que prejudica a competitividade da indústria e, no limite, inviabiliza projetos de modernização.²³ Em contrapartida, projetos de energia renovável, que representam 74% do total das emissões de incentivadas, não estão sujeitos a essa restrição.

Não obstante, é necessário avaliar quais são as possíveis consequências nessas alterações de escopo e método de aprovação. A criação de instrumentos simplificados de aprovação ministerial, no caso de setores com titularidade subnacional, amplia (em uma magnitude sem avaliação *ex-ante*) o leque de setores que contarão com maior discricionariedade no processo de aprovação da emissão de debêntures, abrindo margem para um direcionamento de recursos a projetos que não pertençam às áreas indicadas na legislação, ou que utilizem de forma imprópria

23. Não obstante, é necessário ressaltar que o próprio ministério iniciou um processo de desburocratização da emissão de debêntures incentivadas no setor de telecomunicações, por meio da Portaria Ministerial nº 502, que abrange novas áreas elegíveis ao benefício tributário e flexibiliza as regras de utilização dos recursos captados.

os montantes captados. Além disso, a potencial ampliação do subsídio, em um primeiro momento, agrava os riscos fiscais.

De forma similar, no caso da facilitação aos projetos que “proporcionem benefícios ambientais ou sociais relevantes”, há, novamente, a ampliação da discricionariedade: não há definição clara do que caracteriza um projeto com benefícios sociais ou ambientais relevantes, nem mesmo menção (por analogia) aos *green bonds* – títulos reconhecidos internacionalmente pela adoção de parâmetros auditados de sustentabilidade. A situação é agravada à medida que o PL define que o acompanhamento dos projetos se dará a partir de dados autodeclarados pelo titular do empreendimento.

Somado a isso, a remoção da necessidade de aprovação de projetos prioritários por parte das portarias ministeriais, embora busque agilizar a emissão de debêntures de projetos, não apenas tem o potencial de agravar os riscos fiscais – por ampliar, em um primeiro momento, de forma acentuada, a concessão do subsídio – como pode abrir margem para um direcionamento de recursos a empreendimentos que não pertençam às áreas indicadas na legislação, ou que utilizem de forma imprópria os montantes captados.

Vale destacar que o número de setores elegíveis ao incentivo é indeterminado, e o impacto sobre as contas do governo não está claro. O PL deixa a cargo do Poder Executivo a definição dos setores prioritários, e se distingue da Lei nº 12.431/2011 ao estabelecer que o decreto que delimita os setores contemplados seja publicado bianualmente. A responsabilidade conferida ao Poder Executivo a cada dois anos torna a definição de setores prioritários de infraestrutura mais discricionária, de forma que podem ser inseridas na classificação áreas estranhas ao setor, bem como retiradas áreas que devem manter-se como prioritárias – sem que sejam apresentados critérios detalhados e objetivos para as alterações. Ademais, tal determinação dá origem a uma insegurança jurídica que afeta não apenas os investidores, mas as empresas captadoras de recursos: projetos de infraestrutura podem demandar anos de preparação, e o PL sujeita as empresas ao risco de que determinado setor deixe de ser elegível ao incentivo de forma imprevisível. A definição de um prazo tão curto para projetos cujos investimentos são duradouros abre margem para alterações pouco técnicas e contraproducentes.

Ainda nesse ponto, é importante destacar que a nova legislação permite, assim como a Lei nº 12.431/2011, a emissão de debêntures de infraestrutura não só por sociedades de propósito específico, mas também pelas controladoras (ou *holdings*) dessas empresas, de forma que as *debêntures de infraestrutura* podem ser divididas em duas categorias: de projetos e corporativas. No primeiro caso, o fluxo de caixa gerado pelo próprio empreendimento irá se destinar a amortizar e remunerar os debenturistas, configurando um modelo de *project finance*. No segundo, os recursos

captados podem ser aplicados em um ou mais negócios, a depender do número de companhias que a *holding* controla, introduzindo, portanto, o risco de desconexão entre investimento e projeto (Wajnberg, 2017). Embora o PL nº 2.646/2020 ressalte que o capital dos debenturistas deva ser investido diretamente em infraestrutura, a destinação dos recursos é de difícil comprovação, incerteza que é agravada pela remoção da necessidade de aprovação ministerial.

Ademais, ao passo que a lei atual exige a constituição de uma SPE para recebimento do incentivo, o art. 9º do PL nº 2.646/2020 permite que projetos implantados por SPEs já existentes, criadas por meio de contratos de concessão, autorização ou arrendamento com o setor público, sejam elegíveis ao incentivo fiscal, o que potencialmente introduz risco não apenas de redundância ou não adicionalidade, como de seleção adversa. Afinal, para que um projeto esteja em andamento, é provável que ele tenha passado pelo filtro de viabilidade econômico-financeira e operacional por parte da companhia responsável, que não iniciaria um novo empreendimento caso não possuísse recursos para tal. Assim, a ampliação do incentivo para SPEs existentes serviria como uma forma de simples transferência de recursos à empresa, visto que o projeto não passaria pelo teste de adicionalidade. E, caso a companhia não tenha capacidade de dar continuidade a um empreendimento iniciado, o benefício tributário alcançaria projetos e empresas ineficientes, pouco competitivas no mercado, e que dificilmente trariam retornos financeiros ou sociais a longo prazo.

Outra alteração no ambiente normativo, que impacta diretamente os projetos de infraestrutura, reside na extensão do prazo para investimento dos recursos captados pelas debêntures – tanto as existentes quanto as criadas no PL – de 24 para 60 meses. Com isso, busca-se conferir maior segurança às empresas na implementação de projetos, além de estimular empreendimentos de maior tamanho e complexidade que precisam de maior prazo para serem executados. Entretanto, haveria o risco de se apoiar projetos mal planejados, com erros de implantação, ou até ausência de capital suficiente. Como alternativa ao prazo proposto, pode-se adotar as regras de financiamento utilizadas por bancos públicos, que estipulam um período de até seis meses antes do encerramento das emissões para comprovar as despesas já realizadas, e após isso mais trinta meses para investir os recursos captados, visto que o limite vigente de 24 meses é considerado exíguo.

O PL nº 2.646/2020 também propõe a possibilidade de indexação das debêntures de infraestrutura à variação cambial, que seria autorizada por um futuro ato do Poder Executivo. Esta determinação busca elevar a confiança dos investidores estrangeiros ao garantir a manutenção do valor do título na moeda de preferência dos investidores. Esses agentes possuem reduzida participação no mercado de debêntures incentivadas, abaixo de 4%, o que era atribuído, até há poucos anos, ao

baixo nível de desenvolvimento do mercado secundário, que representa um entrave para a desmobilização de carteiras, baixo volume das emissões realizadas, que desestimula análises de crédito, e a falta de padronização dos papéis, que eleva os custos de decisão (Almeida e Bazilio, 2015). Com a evolução no mercado de debêntures, seria importante estabelecer de forma mais rigorosa em que medida a ausência de indexação cambial afeta de forma determinante a participação desses agentes.

A nova legislação ainda propõe alterações em FIPs especializados, os Fundos de Investimento em Participações na Infraestrutura (FIP-IE) e os Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I). Estes funcionam, como outros fundos de investimento, captando recursos de investidores para montar uma carteira de ativos e obter retornos, com a particularidade de o capital do cotista ser alocado majoritariamente em participações de sociedades de propósito específico.

O PL estabelece, para esses fundos, a extensão do prazo para enquadramento no nível mínimo de investimento estabelecido pela lei, de seis para 24 meses (art. 9^o). Esta medida busca maior margem de manobra para o enquadramento na isenção fiscal em caso de súbitas oscilações do patrimônio líquido do fundo, promovendo uma maior segurança a investidores e gestores. Contudo, a ampliação substancial do período para alocação de recursos pode ser excessiva, possibilitando que fundos permaneçam dois anos usufruindo do benefício tributário sem estarem de fato contribuindo para a modernização da infraestrutura brasileira. Nesse caso, o incentivo serviria apenas como um subsídio ao investimento em outros ativos financeiros, desvirtuando o objetivo primordial de fomento ao financiamento privado de infraestrutura.

É importante ressaltar que fundos de investimento são um dos principais veículos para o investimento em debêntures incentivadas: em 2019, representaram 19,1% dos investidores neste instrumento, porcentagem que cresceu nos últimos anos (tabela 7). Em especial, os fundos de investimento em infraestrutura²⁴ partiram de um patrimônio líquido de R\$ 6,9 bilhões, em dezembro de 2018, para R\$ 15,5 bilhões, em agosto de 2020. Essa popularização se deve não só à possibilidade de diversificação das carteiras, reduzindo riscos, mas também à praticidade dos fundos para investidores não profissionais, que não participam ativamente do mercado de debêntures, mas podem confiar nos gestores dos fundos para compor o portfólio.

24. Os fundos de investimento em infraestrutura compreendem: fundos de investimento em debêntures incentivadas, FIPs em infraestrutura e fundos investimento em direitos creditórios (FIDC) em infraestrutura.

As medidas aqui listadas buscam, portanto, explorar o grande potencial de investimentos representado pelos fundos,²⁵ removendo entraves operacionais para ampliar a aderência de investidores e intermediários (como bancos e corretoras) ao instrumento. Contudo, o impacto último do PL nº 2.646/2020 sobre os fundos não é evidente, na medida em que altera significativamente certas determinações legais que, embora aparentem ser meras barreiras burocráticas ao investimento, existem para garantir a integridade do mercado financeiro, protegendo seus agentes e o Estado. Nesse sentido, parece ser imperativo um estudo que estabeleça com rigor qual seria de fato o efeito do PL sobre a dinâmica de captação e funcionamento dos fundos.

Na realidade, o impacto do PL sobre a dinâmica de captação pode extrapolar o próprio instrumento criado – as debêntures de infraestrutura –, e fragilizar a dinâmica atual de financiamento de infraestrutura. Isso porque o art. 10º da versão do PL em discussão no Senado Federal altera a alíquota do IR das debêntures incentivadas adquiridas por instituições financeiras, as aumentando de 15% para 25%. Assim, além de gerar insegurança jurídica sobre a tributação dos títulos já emitidos, a medida desestimula a compra de debêntures incentivadas por instituições financeiras sem qualquer garantia que os recursos excedentes serão redirecionados para as novas debêntures ou para outros instrumentos de financiamento de infraestrutura. O PL altera permanentemente a tributação de um título que apresenta, conforme visto, crescimento bastante expressivo nos últimos anos e espaço para expansão ainda mais acelerada no futuro, em favor de um instrumento temporário e não necessariamente capaz de substituí-lo adequadamente.

Em suma, o PL nº 2.646/2020 falha, em primeiro lugar, pelo fato de não ser clara a necessidade de uma nova classe de debêntures, mais além das chamadas *debêntures incentivadas*, como aqui demonstrado. O risco, no caso, é o efeito líquido do PL ser uma transferência em escala de recursos do Tesouro aos emissores, o que geraria baixa adicionalidade. Qual a magnitude do custo fiscal? Ao não realizar – ou, ao menos, não divulgar – estudos sobre o possível impacto nas contas públicas das medidas apresentadas, introduz um risco que não pode ser negligenciado. Ademais, o PL pode levar a efeitos adversos não só no âmbito fiscal, mas também para a expansão das atuais debêntures incentivadas e a própria integridade no mercado de capitais.

Todavia, isso não significa que o mercado de financiamento de infraestrutura prescindia de aprimoramentos. Ao contrário, muito pode ser feito para atrair mais agentes privados ao financiamento do setor. Iniciativas relativas à expansão de

25. Ainda são feitas outras alterações de ordem técnica nesses fundos. No lugar do requisito de investimento de 85% do patrimônio líquido em debêntures voltadas à infraestrutura, esse percentual passa a ser aplicado sobre o valor de referência do fundo, que configura o menor valor entre a média do patrimônio líquido nos últimos 180 dias e o patrimônio líquido na data de apuração.

crédito bancário de longo prazo, com o fortalecimento da segurança jurídica para operações de vencimentos mais longos, são relevantes. Nesse sentido, mudanças normativas que possibilitem afastamento de acionistas em tempo hábil podem contribuir para a preservação da empresa e do ativo, caso esta seja a solução adequada. No âmbito dos títulos privados, pode-se citar uma escala progressiva de taxaço, em que maiores incentivos sejam concedidos para debêntures que possuam prazos mais longos de vencimento. A nova *Agenda do Mercado de Capitais*, divulgada em novembro de 2020, por exemplo, abarca medidas mais simples, mas com potencial para atrair investidores individuais não profissionais, como a padronização das escrituras de emissão, concedendo destaque à remuneração e ao risco de crédito, e a clara sinalização da qualidade dos papéis.

Do ponto de vista estrutural, a ação talvez ainda mais importante seja avançar nas mudanças necessárias à introdução do *project finance* no país, o que vai exigir mudanças de natureza legal e regulatória para assegurar o maior envolvimento do mercado segurador no financiamento de projetos que exigem o uso do balanço dos desenvolvedores, mas que se apoia no próprio fluxo de caixa esperado.²⁶ Ainda que não seja o objeto deste texto, esta mudança é essencial, no médio e longo prazo, para complementar os demais instrumentos de mercado de capitais (debêntures, ações, entre outros) para assegurar o financiamento privado em escala na infraestrutura brasileira em uma perspectiva de sua modernização.

5 CONCLUSÃO

O ponto de partida deste capítulo é a constatação do enorme desafio da modernização da infraestrutura no país. Desde os anos 1980, o Brasil investiu relativamente pouco em infraestrutura, e, nas duas últimas décadas, a relação investimento-PIB foi pouco acima de 2%. O país necessitaria investir ao menos 4,12% do PIB por duas décadas para atingir o estoque-alvo em infraestrutura, definido com aquele associado à universalização dos serviços para a população, e supondo melhoria na governança do investimento – seu planejamento, execução e operação. Na medida em que o setor público não dispõe de espaço fiscal adicional, a ampliação dos investimentos setoriais terá de ser responsabilidade do setor privado, e da mesma forma para o seu financiamento – com poucas exceções, a exemplo de projetos com elevada externalidades e altas taxas de retorno social, e que não atraíam (sob nenhum modelo financeiramente sustentável) o interesse privado.

Na realidade, o financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil deixou de ser, em anos recentes, predominantemente estatal, e já reflete a maior

26. Em uma estrutura de *project finance*, o projeto em si, seus ativos e o fluxo de caixa futuro (sendo um *greenfield*) constituem a garantia para a dívida tomada pelos desenvolvedores, sendo necessária para executar ou implementar todos os elementos que levem o projeto à fase operacional, quando o projeto passa a gerar caixa e começa a servir a dívida.

participação do setor privado no próprio investimento em infraestrutura. A queda real (a preços de outubro de 2020) do financiamento estatal dos investimentos foi acentuada: R\$ 186,2 bilhões em 2010 (dos quais R\$ 123,7 bilhões oriundos do BNDES) para R\$ 36,8 bilhões em 2019 (R\$ 20,9 bilhões do BNDES). Em 2019, a participação privada foi da ordem de 65% do total investido, em contraposição ao início da década, quando o financiamento era predominantemente (em três quartos) estatal, ainda que os investimentos estatais não fossem dominantes. Por seu turno, o financiamento privado se ampliou no período (em valores de outubro de 2020), de R\$ 50,3 bilhões para R\$ 86,6 bilhões, onde a pequena queda do capital próprio (R\$ 43,9 bilhões para R\$ 41,6 bilhões) foi acompanhada por uma ampliação extremamente rápida de um novo instrumento, as *debêntures incentivadas*. Estas substituíram, em grande medida, as debêntures tradicionais – e pouco utilizadas – em projetos de infraestrutura, após sua introdução em 2011, e, desde 2017, vêm ampliando sua participação com a queda dos juros nominais e reais, e crescente oferta, inclusive no âmbito do mercado secundário, facultando maior liquidez. Em particular, é fundamental para os emissores que os juros reais longos permaneçam em níveis consistentes com a natureza dos projetos de infraestrutura, o que demanda disciplina fiscal e estabilidade institucional.

Este texto examina as necessidades de investimento em infraestrutura, sua dinâmica de financiamento e a introdução de um novo instrumento – denominado de *debênture de infraestrutura* – no mercado, e da forma como proposta no PL nº 2.646/2020. O PL tem por premissa implícita que o atual instrumento – as chamadas *debêntures incentivadas*, criadas pela Lei nº 12.431/2011 – seria insuficiente para responder à demanda crescente por financiamento nos próximos anos. Contudo, esta classe de debêntures ainda ocupa uma parcela residual do mercado de renda fixa, e, assim, continuarão mesmo considerando forte avanço no lançamento de debêntures incentivadas nos próximos anos. Ademais, o custo fiscal – associado às desonerações tributárias – proposto no PL, assim como as mudanças de regras de emissão, alocação e remuneração, podem ter efeito adverso sobre o setor e o próprio mercado de capitais, e essa questão não foi (aparentemente) avaliada.

A matriz apresentada no quadro 1 sintetiza as principais considerações a respeito do PL nº 2.646/2020 e reflete a discussão empreendida no corpo deste capítulo. Na sua essência, nem os benefícios desse novo instrumento – debêntures de infraestrutura –, e menos ainda seus custos foram avaliados até o momento. No âmbito dos benefícios, o trabalho sugere baixa *adicionalidade* na perspectiva do financiamento dos investimentos em infraestrutura, dado o limitado espaço que as debêntures incentivadas ocupam e seu potencial de crescimento. Ao mesmo tempo, por introduzir uma nova camada de incentivos fiscais e ampliar segmentos e atores

potencialmente beneficiados, os custos para o Tesouro podem rapidamente se tornar de primeira ordem – por exemplo, em um contexto de insustentabilidade fiscal.

Em síntese, há, claramente, espaço para se ampliar o mercado de capitais no país e reforçar seu papel no financiamento dos investimentos em infraestrutura, mais além da introdução do verdadeiro *project finance*, este último uma resposta de natureza estrutural ao problema do financiamento. A aprovação do PL nº 2.646/2020 e a introdução de uma nova classe de debêntures não parece ser a melhor resposta ao desafio do financiamento ao investimento em infraestrutura no Brasil, inclusive pelo fato de que as chamadas *debêntures incentivadas* têm tido não apenas papel de crescente relevância, como há um grande espaço que possam vir a ocupar nos próximos anos, e respondendo de forma eficiente e fiscalmente responsável ao imperativo de ampliar os investimentos, caminhando de forma mais célere para a modernização da infraestrutura do país.

QUADRO 1
Matriz de Avaliação do PL nº 2.646/2020

Art.	Descrição	Considerações
1ª	Cria as novas debêntures de infraestrutura, que direcionam o incentivo à empresa emissora.	Não existem evidências robustas de que as debêntures incentivadas vigentes sejam incapazes de atender a demanda de mercado: pelo contrário, projeções sugerem um mercado de tamanho suficiente para acomodar uma expansão orgânica das debêntures, mesmo sob um cenário de rápido crescimento. Ademais, o instrumento demonstrou desempenho virtuoso em termos de emissão e absorção do mercado em anos recentes, além de apresentar um mercado secundário mais denso que sua versão não incentivada. Assim, a criação de mais uma camada de isenção tributária pode ser redundante.
2ª	Estabelece que o Poder Executivo deve definir critérios para o enquadramento de projetos como prioritários em infraestrutura ou de produção econômica intensiva em PD&I, que não precisarão de aprovação ministerial prévia, por meio de regulamento publicado bianualmente.	A responsabilidade conferida ao Poder Executivo a cada dois anos torna a definição de setores prioritários de infraestrutura discricionária, de forma que podem ser inseridas na classificação áreas estranhas ao setor, sem que sejam apresentados critérios detalhados para sua inclusão. Não havendo previsão para o aumento do número de áreas elegíveis ao incentivo nem para a duração de sua permanência no enquadramento, criam-se consequências incertas para as contas públicas, além de potencial insegurança jurídica para investidores em infraestrutura.
	Cria instrumentos simplificados de aprovação ministerial prévia no caso de setores que envolvam serviços públicos de titularidade dos entes subnacionais.	A criação de instrumentos simplificados de aprovação ministerial, no caso de setores com titularidade subnacional, aumenta ainda mais o leque de setores que contarão com maior discricionariedade no processo de aprovação da emissão de debêntures, abrindo margem para um direcionamento de recursos a projetos que não pertençam às áreas indicadas na legislação, ou que utilizem de forma imprópria os montantes captados. Estes fatores são intensificados pelo fato de que o PL não especifica sanções aos infratores das regras de adequação. Além disso, a potencial ampliação do subsídio, em um primeiro momento, agrava os riscos fiscais.
	Prevê a emissão de debêntures indexadas à variação cambial a partir de eventual regulamentação do Poder Executivo.	Não é possível afirmar que atrelá-la à variação cambial elevaria significativamente a participação de investidores internacionais, visto que essa é comumente ligada a outros fatores.

(Continua)

(Continuação)

Art.	Descrição	Considerações
6 ^a	Discrimina os incentivos tributários das debêntures de infraestrutura.	O artigo estabelece que o incentivo tributário se aplica apenas às debêntures emitidas até cinco anos após a publicação da lei, em contradição com o prazo de 31 de dezembro de 2030, previsto no art. 2 ^o .
7 ^a	Estabelece tramitação simplificada e prioridade de análise a emissões de debêntures – incentivadas ou de infraestrutura – voltadas exclusivamente para projetos que proporcionem benefícios ambientais ou sociais relevantes.	Não há definição clara do que caracteriza um projeto com benefícios sociais ou ambientais relevantes, nem mesmo menção aos <i>green bonds</i> , títulos reconhecidos internacionalmente pela adoção de parâmetros de sustentabilidade. Além disso, aumenta a discricionariedade da análise dos benefícios ao definir o acompanhamento dos projetos a partir de dados autodeclarados pelo titular do empreendimento.
8 ^a	Prevê isenção de IR para juros de empréstimos contratados mediante emissão de títulos no exterior e voltados para a captação de recursos para projetos de infraestrutura.	O PL não veda expressamente a sobreposição entre a isenção tributária prevista no art. 8 ^o e o benefício de rebate usual das debêntures de infraestrutura. Há risco de incentivo nas duas pontas – do emissor e do tomador – no caso de emissões internacionais.
9 ^a	Permite que projetos implantados por SPEs já existentes, criadas por meio de contratos de concessão, autorização ou arrendamento com o setor público, sejam elegíveis ao incentivo fiscal. A lei atual exige a constituição de uma nova SPE para recebimento do incentivo.	Introduz o risco de seleção adversa, visto que, enquanto os projetos em andamento passaram pelo filtro de viabilidade econômico-financeira e operacional, a possibilidade de enquadramento de SPEs existentes introduzida pelo PL torna o incentivo fiscal apenas uma forma de transferência de recursos à empresa. Ou, caso a companhia não tenha recursos para dar continuidade ao empreendimento, o benefício alcançaria projetos ineficientes.
	Amplia para 360 dias após registro na CVM o prazo máximo para FIP-IEs e FIP-PD&Is iniciarem suas atividades, e amplia para 24 meses o prazo para se enquadrar no nível mínimo de investimento estabelecido pela lei.	A ampliação do período para alocação de recursos pode ser excessiva, possibilitando que fundos permaneçam dois anos usufruindo do benefício tributário sem estarem de fato contribuindo para a modernização da infraestrutura brasileira. Nesse caso, o incentivo serviria apenas como um subsídio ao investimento em outros ativos financeiros, desvirtuando o objetivo primordial de fomento ao financiamento privado de infraestrutura.
10 ^a	Estende o prazo para aplicação dos recursos captados pelas debêntures incentivadas, de 24 para 60 meses.	Apesar de o prazo vigente de 24 meses ser considerado exíguo, a ampliação para 60 meses pode ser demasiada extensa, introduzindo o risco de financiar com recursos públicos projetos mal planejados, com erros de implantação ou até ausência de capital suficiente.
	Altera a tributação das debêntures incentivadas adquiridas por instituições financeiras, aumentando a alíquota do IR de 15% para 25%.	Não há avaliação do impacto da mudança tributária sobre a arrecadação do Tesouro e nem sobre a demanda por debêntures incentivadas. Além de gerar insegurança jurídica sobre a tributação de títulos já emitidos, a medida desestimula a compra de debêntures incentivadas sem que os recursos excedentes sejam necessariamente redirecionados para outras formas de financiamento de infraestrutura. O PL cria um instrumento temporário – as debêntures de infraestrutura – e, para isso, altera permanentemente o funcionamento de um título que apresenta resultados positivos.

Elaboração dos autores.

Obs.: CVM – Comissão de Valores Imobiliários.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, C.; BAZILIO, J. Liquidez do mercado secundário de debêntures: dinâmica recente, fatores determinantes e iniciativas. **Revista do BNDES**, n. 44, p. 175, 2015.

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Mercado de capitais: caminho para o desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Anbima, 2021. Disponível em: <<https://bit.ly/34aniOo>>.

BRASIL. **A economia fiscal da queda dos juros no Brasil**. Brasília: ME, 2021. (Nota Técnica).

_____. **Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas**. Brasília: ME, [s.d.]. Disponível em: <<https://bit.ly/3u6OJ6P>>.

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

WAJNBERG, D. **Debêntures incentivadas emitidas por projetos de infraestrutura: *project bonds* no Brasil**. Rio de Janeiro: BNDES, 2017.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BRASIL. Portaria nº 502, de 1º de setembro de 2020. Estabelece os procedimentos de aprovação e acompanhamento dos projetos de investimento considerados como prioritários em infraestrutura no setor de telecomunicações, altera a Portaria nº 330, de 5 de julho de 2012, e dá outras providências, no âmbito do Ministério das Comunicações. **Diário Oficial**, Brasília, p. 8, 3 set. 2020. Seção 1.

FRISCHTAK, C.; NORONHA, J. O financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil: uma agenda para sua expansão sustentada. **Revista Econômica**, v. 17, n. 2, 2016.

LACERDA, G.; MUNIZ, M. As debêntures incentivadas e a relevância na infraestrutura. **Valor Econômico**, 2020.

OLIVEIRA, A. **Os entraves institucionais para uma maior participação do setor privado no financiamento da infraestrutura: o caso das debêntures incentivadas**. 2019. Dissertação (Mestrado) – Ipea, Brasília, 2019.

APÊNDICE A

ORIGEM DOS RECURSOS DE INVESTIMENTOS EM INFRAESTRUTURA (2010-2019)

TABELA A.1

Série histórica da origem dos recursos de investimentos em infraestrutura (2010-2019)
(Em R\$ 1 bilhão)

Fonte	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
OGF	35,51	29,70	26,94	26,35	23,72	16,77	12,48	12,32	12,50	9,92
Estados	16,04	7,60	5,86	10,49	11,15	5,11	4,33	4,87	4,02	3,11
BNDES	123,73	122,21	92,60	103,50	72,04	53,84	22,79	25,33	28,98	20,94
Caixa	4,96	7,67	9,92	10,91	17,19	13,56	8,20	4,64	3,86	2,83
Instituições multilaterais	8,31	4,51	6,65	5,06	5,64	5,21	7,53	1,91	6,61	4,17
FIPs	3,21	4,94	1,81	4,27	1,03	4,08	1,40	6,28	3,68	10,15
FI-FGTS	5,95	1,63	5,61	5,73	4,21	0,97	0,91	0,00	0,00	0,00
Capital próprio	43,89	45,69	49,19	55,28	56,60	48,83	46,84	41,32	41,17	41,62
Debêntures incentivadas	0,00	0,00	1,70	5,75	4,57	7,71	4,94	7,44	24,81	30,69
Debêntures convencionais	3,21	1,87	9,25	3,60	9,35	3,57	2,67	2,20	2,61	3,56
Total	224,82	208,01	191,26	206,76	183,16	139,26	92,77	93,41	115,34	114,31

Fontes: Para o Orçamento do Governo Federal (OGF), portal Siga Brasil; para os estados, portais de transparência ou Sistema Eletrônico do Serviço de Informações ao Cidadão (e-SIC) de São Paulo, Minas Gerais, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul, Paraná, Goiás e Espírito Santo; para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), séries setoriais do banco; para a Caixa Econômica Federal (Caixa), valores disponibilizados pela Caixa por meio do e-SIC; para as instituições multilaterais, empréstimos do Banco Internacional de Desenvolvimento (BID), do Banco Mundial, da International Finance Corporation (IFC), do Fonplata, da Corporação Andina de Fomento e do Banco de Desenvolvimento do BRICS; para os fundos de investimento em participação (FIPs), valores disponibilizados pelo banco de dados da Anbima, considerando os 81 FIPs mais relevantes na área de infraestrutura; para o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS), relatórios de gestão do fundo; para o capital próprio, estimativa baseada no percentual setorial de utilização de capital próprio em projetos de infraestrutura, encontrado em *Private Participation in Infrastructure* (Banco Mundial), aplicado aos valores de investimento de empresas públicas e privadas da base de execução; e, para as debêntures incentivadas e as convencionais, *Boletim de Mercado de Capitais/Anbima*.

Elaboração dos autores.

Obs.: Valores de outubro de 2020.

APÊNDICE B

METODOLOGIA DAS SÉRIES DE EXECUÇÃO E FINANCIAMENTO DE INFRAESTRUTURA

Na consolidação da série histórica do investimento em infraestrutura, há desagregação entre setores e entes, sendo os últimos: empresas públicas, privadas e o Orçamento do Governo Federal (OGF). A base é preenchida com dados do Capex²⁷ de cada ano, ou seja, o valor das despesas de capital anuais de cada empresa. Assim, é possível obter uma medida mais próxima do valor investido em infraestrutura, e não o valor total desembolsado nos projetos. Os dados são retirados de relatórios de administração ou de *releases* de resultados de empresas, bem como a partir de portais de transparência estaduais e federais ou da solicitação de acesso à informação *on-line*.

No que tange à consolidação da base de dados do financiamento de infraestrutura, são considerados os desembolsos de cada ente financiador em projetos do setor. Contudo, para a maioria dos entes, não é possível filtrar, dentro dos desembolsos em projetos de infraestrutura, qual montante é de fato investido em despesas de capital, e qual é investido em outros aspectos do projeto. Além disso, para bancos públicos e instituições multilaterais, os dados disponíveis são referentes aos desembolsos por projeto, de forma que não há confirmação, na maioria das bases de dados, se o montante aprovado ou liberado foi efetivamente investido e, caso tenha sido, de quanto seria o valor referente às despesas de capital.

A título de exemplo, no caso dos Fundos de Investimento em Participação (FIPs), apesar de ser aplicado um filtro que considera somente fundos exclusivamente focados em infraestrutura, não é possível desagregar as despesas de capital dos desembolsos em outras áreas de cada projeto. Ademais, no caso do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), as bases são desagregadas por setor, mas, em alguns setores, a classificação de um projeto diverge da classificação de infraestrutura adotada na metodologia de coleta dos dados de execução. Dessa forma, uma comparação entre os valores totais de cada série deve ser feita com cautela, pois há divergências consideráveis, decorrentes de estratégias metodológicas distintas, além da indisponibilidade de dados mais desagregados.

A tabela B.1 detalha os valores de investimento público e privado nos últimos dez anos, em comparação ao financiamento privado, público e externo.

27. Capex é a sigla de *capital expenditure* (em português, despesas de capital).

TABELA B.1
**Investimento público e privado *versus* financiamento público, privado e externo
 (2010-2019)**
 (Em R\$ 1 bilhão)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Investimento	152,74	153,55	159,54	175,70	179,81	149,61	144,05	128,07	126,26	125,54
Público	83,08	72,74	68,48	81,28	77,78	65,97	63,43	44,53	41,81	38,58
Privado	69,66	80,81	91,05	94,42	102,04	83,64	80,62	83,54	84,45	86,96
Financiamento	244,81	225,83	209,53	230,93	205,50	159,65	112,08	106,32	128,24	127,00
Público	186,20	168,82	140,93	156,97	128,31	90,25	48,70	47,17	49,36	36,80
Privado	50,31	52,50	61,95	68,90	71,55	64,19	55,85	57,24	72,28	86,03
Externo	8,31	4,51	6,65	5,06	5,64	5,21	7,53	1,91	6,61	4,17

Elaboração dos autores.

Obs.: Valores de outubro de 2020.

APÊNDICE C

METODOLOGIA DAS SIMULAÇÕES

A subseção 4.1 deste capítulo busca avaliar se o mercado seria capaz de acomodar uma súbita expansão das debêntures incentivadas, e, para isso, são realizadas as simulações de dois cenários de modernização da infraestrutura do país. No primeiro, almeja-se investir R\$ 150 bilhões adicionais por ano para atingir o estoque-alvo de infraestrutura em vinte anos, partindo do volume investido de R\$ 124,6 bilhões em 2020. O segundo simula uma modernização ainda mais acelerada, de modo que seriam necessários R\$ 213 bilhões adicionais anualmente para atingir a meta de estoque de capital em dez anos.

Primeiro, foi necessário projetar como se comportaria cada um dos instrumentos de financiamento, em ambos os cenários. Dessa forma, estimou-se, observando o período 2010-2020, taxas de crescimento anuais para cada um deles. No âmbito do financiamento público, as duas simulações adotaram a mesma hipótese: de que a União e os estados serão incapazes de liderar qualquer expansão dos investimentos nos próximos anos, seja de forma direta, seja via repasse a bancos públicos, em razão das restrições orçamentárias que o governo enfrenta. Assim, considerou-se que o financiamento público de projetos de infraestrutura se manterá constante, no mesmo nível de 2020, pelos próximos anos.

Para o financiamento privado, as estimativas de crescimento anual variaram de acordo com os instrumentos e a simulação. No caso do primeiro cenário de modernização da infraestrutura, a metodologia foi adotada conforme o detalhamento a seguir.

- 1) Financiamento de instituições multilaterais: adota-se a hipótese de que, no curto prazo, as decisões de investimento por entidades estrangeiras são exógenas ao desenvolvimento dos instrumentos de financiamento nacionais, e, portanto, não seriam impactadas pela expansão projetada. Assim, os valores anuais para toda a série foram projetados como equivalentes à média de empréstimos nos últimos quatro anos (2017-2020).
- 2) FIPs: dada a alta variância nas taxas de crescimento anual do instrumento observadas nos últimos dez anos, optou-se por estimar, por meio do método de mínimos quadrados ordinários, uma regressão linear que revelasse a tendência de crescimento do instrumento ao longo dos anos. O modelo é:

$$\hat{y} = \hat{\alpha}x + \hat{\beta},$$

sendo x o período analisado, e seu resultado é estimado em:

$$\hat{y} = 05875x + 1,0945.$$

A partir da tendência estimada, projetaram-se os valores futuros de investimento, sob a hipótese de que tal tendência se manterá constante.

- 3) Capital próprio: adotou-se a premissa de que a participação do capital próprio no financiamento privado cairá a cada ano, pois essa é a tendência observada de 2014 a 2019. Assim, em 2020, esse instrumento representa 46% do financiamento privado, o mesmo percentual de 2019, caindo gradualmente até chegar a um terço em 2027.
- 4) Debêntures incentivadas: a taxa de crescimento anual adotada equivale à taxa de crescimento observada entre 2018 e 2019 (dado que o valor total de 2020 ainda não está disponível), de 23,7% ao ano (a.a.).
- 5) Debêntures convencionais: observando uma estagnação da utilização desses títulos para o financiamento de infraestrutura após 2017, optou-se por estimar para toda a série um valor constante a partir da média observada nos últimos quatro anos (2017-2020), de R\$ 2,96 bilhões.

Tendo em vista a metodologia adotada para cada instrumento, a simulação resultou em uma taxa de crescimento do investimento total em infraestrutura¹ estimada em 12,3%.

Os resultados da projeção do mercado a partir das premissas apresentadas acima se encontram na tabela C.1. Nota-se que, nesse cenário, a expansão dos investimentos cobriria a lacuna atual de investimentos (R\$ 150 bilhões) já em 2027, com as debêntures incentivadas alcançando R\$133,4 bilhões em emissões. Adicionalmente, para estimar a participação dessas sobre o total do mercado de renda fixa, adotou-se a premissa que este cresceria a uma taxa equivalente ao crescimento efetivo observado entre 2014 e 2019, 6,2% a.a.

TABELA C.1
Projeção de evolução do mercado sob as hipóteses apresentadas (2020-2027)

Fonte	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	G (% a.a.)
Setor público (R\$ 1 bilhão)	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	0,0
Setor privado (R\$ 1 bilhão)	88,5	100,0	115,0	132,8	154,0	179,0	208,7	243,8	15,6
Instituições multilaterais (R\$ 1 bilhão)	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	0,4

(Continua)

1. Na simulação, adotam-se valores idênticos para o financiamento e o investimento em infraestrutura.

(Continuação)

Fonte	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	G (% a.a.)
Fundos de investimento em participação (R\$ 1 bilhão)	10,0	11,2	12,5	14,0	15,7	17,6	19,7	22,0	12,0
Capital próprio (R\$ 1 bilhão)	40,8	44,4	49,3	54,7	60,7	67,1	74,1	81,3	10,3
Debêntures incentivadas (R\$ 1 bilhão) – A	30,1	37,2	46,1	57,0	70,5	87,2	107,8	133,4	23,7
Debêntures não incentivadas (R\$ 1 bilhão)	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	-2,3
Investimento total em infraestrutura (R\$ 1 bilhão) – B	124,6	136,1	151,1	168,9	190,1	215,1	244,8	279,9	12,3
Mercado de renda fixa (R\$ 1 bilhão) – C	5.829,1	6.192,6	6.578,7	6.989,0	7.424,7	7.887,7	8.379,5	8.902,0	6,2
Participação das debêntures incentivadas no financiamento total (%) – A/B	24,2	27,4	30,5	33,7	37,1	40,5	44,0	47,6	10,2
Participação das debêntures incentivadas no mercado de renda fixa (%) – A/C	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,1	1,3	1,5	16,4

Elaboração dos autores.

Obs.: Em valores constantes de outubro de 2020.

Para a segunda simulação, as mesmas premissas foram adotadas, tanto para o setor público como para os instrumentos privados de financiamento, com exceção das debêntures incentivadas: como o objetivo é avaliar a capacidade do mercado de acomodar uma expansão ainda maior do instrumento, a taxa de crescimento deste foi calculada a partir da média observada no período 2017-2019, de 30%, que é maior que a taxa adotada na simulação anterior (de 23,6%, que corresponde ao crescimento observado entre 2018 e 2019). Portanto, a taxa de crescimento do investimento total também aumentou, atingindo uma média de 16,5% a.a., entre 2020 e 2027 (tabela C.2).

A tabela C.2 mostra os resultados encontrados, permitindo observar que o nível de investimentos de R\$ 213 bilhões adicionais – necessário para alcançar o estoque-alvo de infraestrutura em dez anos – seria atingido também em 2027.

TABELA C.2
Projeção de evolução do mercado sob as hipóteses apresentadas do cenário de
acelerada modernização (2020-2027)

Fonte	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	G (% a.a.)
Setor público (R\$ 1 bilhão)	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	0,0
Setor privado (R\$ 1 bilhão)	88,5	103,4	123,5	148,4	179,6	218,4	266,9	327,2	20,5
Instituições multilaterais (R\$ 1 bilhão)	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	0,4
Fundos de investimento em participação (R\$ 1 bilhão)	10,0	11,2	12,5	14,0	15,7	17,6	19,7	22,0	12,0
Capital próprio (R\$ 1 bilhão)	40,8	46,0	52,9	61,1	70,7	81,9	94,7	109,1	15,1
Debêntures incentivadas (R\$ 1 bilhão) – A	30,1	39,1	50,9	66,2	86,0	111,8	145,3	188,9	30,0
Debêntures não incentivadas (R\$ 1 bilhão)	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	-2,3
Investimento total em infraestrutura (R\$ 1 bilhão) – B	124,6	139,5	159,6	184,5	215,7	254,5	303,0	363,3	16,5
Mercado de renda fixa (R\$ 1 bilhão) – C	5.829,1	6.192,6	6.578,7	6.989,0	7.424,7	7.887,7	8.379,5	8.902,0	6,2
Participação das debêntures incentivadas no financiamento total (%) – A/B	24,2	28,1	31,9	35,9	39,9	43,9	48,0	52,0	11,6
Participação das debêntures incentivadas no mercado de renda fixa (%) – A/C	0,5	0,6	0,8	0,9	1,2	1,4	1,7	2,1	22,4

Elaboração dos autores.

Obs.: Em valores constantes de outubro de 2020.