

# PERSPECTIVAS DO MERCADO DE DÍVIDA CORPORATIVA NO BRASIL A PARTIR DO PROJETO DE LEI DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA E DA MEDIDA PROVISÓRIA Nº 1.137/2022<sup>1</sup>

Katia Rocha<sup>2</sup>

## SINOPSE

Este artigo apresenta a situação brasileira no panorama global do mercado de títulos de dívida corporativa e ressalta a relevância das iniciativas para alavancar o mercado de dívida privada no Brasil e contribuir para o desenvolvimento da infraestrutura como classe de ativos financeiros. Nesse sentido, destaca o Projeto de Lei das Debêntures de Infraestrutura (PL nº 2.646/2020), aprovado em 2021 na Câmara de Deputados, ainda em tramitação no Senado, e a Medida Provisória nº 1.137, de setembro de 2022, para desoneração do investidor estrangeiro, como medidas que podem atrair capital de longo prazo essencial para a expansão do setor nas próximas décadas.

**Palavras-chave:** Medida Provisória nº 1.137/2022; debêntures; infraestrutura.

## 1 INTRODUÇÃO

A infraestrutura inadequada, seja em termos de estoque, seja em termos de qualidade, é reconhecida como uma das principais barreiras ao crescimento econômico brasileiro. Na última década, investimentos em infraestrutura (público e privado) totalizaram média de 1,85% do produto interno bruto (PIB) ao ano (a.a.),<sup>3</sup> muito abaixo da necessidade estimada de cerca 4% do PIB a.a. para um crescimento sustentável.<sup>4</sup>

O desafio de superar as deficiências do setor no Brasil requer ação simultânea em várias frentes, que incluem equilíbrio macroeconômico, arcabouço regulatório, planejamento institucional e políticas de financiamento. Este último tópico envolve diversos aperfeiçoamentos para o desenvolvimento da infraestrutura como uma classe de ativos financeiros, capaz de atrair capital de longo prazo para fazer frente aos requisitos dos projetos. Para tanto, são necessárias melhorias na repactuação de contratos de concessão visando à sua transferência de controle e continuidade na prestação dos serviços públicos; nos mecanismos para desenvolvimento e ampliação do mercado de debêntures de infraestrutura; nas estruturas de financiamento via modelo de *project finance* (estruturação financeira de projetos); e no aumento da base de investidores, incluindo questões sobre emissões internacionais e estímulos a investidores institucionais, entre outros.

Para o desenvolvimento desse mercado, merecem destaques as recentes iniciativas do Projeto de Lei das Debêntures de Infraestrutura (PL nº 2.646/2020), aprovado em 2021 na Câmara de Deputados, ainda em tramitação no Senado, e a Medida Provisória nº 1.137 sobre desoneração do investidor estrangeiro, de setembro de 2022.

1. DOI: <http://dx.doi.org/10.38116/radar71art1>

2. Técnica de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Diset/Ipea). E-mail: <[katia.rocha@ipea.gov.br](mailto:katia.rocha@ipea.gov.br)>.

3. Dados do portal Infralata (disponível em: <<http://infralata.info/en/home/>>) e de PPI (disponível em: <<https://ppi.worldbank.org/en/ppidata>>). Acesso em: 3 out. 2022.

4. Informação do Global Infrastructure Outlook. Disponível em: <<https://outlook.gihub.org/>>. Acesso em: 25 maio 2022.

O PL de Debêntures de Infraestrutura cria uma nova categoria dos títulos utilizados para captação de recursos financeiros, as chamadas debêntures de infraestrutura, ampliando as possibilidades de financiamento para projetos de infraestrutura no Brasil. Nesse contexto, pode ser vista como complementar a Lei de Debêntures Incentivadas (Lei nº 12.431/2011), que ampliou as alternativas de financiamento da infraestrutura ao promover o mercado de capitais como fonte de recursos de longo prazo. Enquanto a iniciativa de debêntures incentivadas buscou atrair pessoas físicas com incentivos fiscais como isenção de tributação no imposto de renda, as debêntures de infraestrutura têm por objetivo a atração de investidores institucionais e investidores estrangeiros.

Por sua vez, a Medida Provisória nº 1.137/2022 introduz nova alíquota zero de imposto de renda sobre rendimentos de investidores estrangeiros para incentivar e atrair o crédito externo para financiamento de títulos da dívida privada, eliminando a assimetria existente em relação aos investimentos externos em títulos da dívida pública que já são beneficiados com alíquota zero. Visa, portanto, ampliar o acesso de empresas brasileiras a capital estrangeiro.

Ambas as iniciativas contribuem para o desenvolvimento e a ampliação do mercado de títulos privados corporativos, que incluem as debêntures direcionadas à infraestrutura. Ademais, visam ao aumento da base de investidores nesse segmento e abrangem questões sobre atração de investidores institucionais e estrangeiros, emissões internacionais e desenvolvimento da infraestrutura como uma classe de ativos financeiros.

Este artigo situa o Brasil no panorama global do mercado de títulos de dívida corporativa, além de apontar a relevância das iniciativas propostas que possibilitam alavancar o mercado de dívida privada no país.

## 2 MERCADO DE TÍTULOS CORPORATIVOS: BRASIL *VERSUS* OCDE

O fortalecimento do mercado de títulos corporativos não financeiros, também chamado de mercado de dívida privada, é fundamental para a economia, pois permite a alocação eficiente de capital para financiamento de empresas e facilita o financiamento de toda uma cadeia de projetos de longo prazo, incluindo os de infraestrutura. Além disso, melhora a disciplina e saúde dos balanços das empresas; possibilita a precificação eficiente do risco de crédito e a diversificação de investidores institucionais e pessoas físicas; promove a inclusão das pequenas e médias empresas; e estimula a inovação de instrumentos financeiros, ampliando a eficiência e estabilidade do sistema financeiro.

A crise financeira global de 2008 destacou a necessidade de reduzir o domínio do sistema bancário no financiamento do setor corporativo, desenvolvendo o mercado de títulos corporativos, visto como elemento estabilizador em períodos de crise. Desde então, esse mercado teve expressivo crescimento no mundo todo.

O mercado brasileiro de dívida corporativa no Brasil – composto de instrumentos como debêntures, certificados de recebíveis imobiliários (CRIs), certificados de recebíveis do agronegócio (CRAs) e notas promissórias – é peça fundamental como fonte de recursos para as companhias brasileiras.<sup>5</sup> Esse mercado expandiu de 6% do PIB, em 2010, para 9% do PIB, em 2021, segundo dados do Bank for International Settlements (BIS),<sup>6</sup> em grande parte, consequência da Lei nº 12.431/2011 de debêntures incentivadas, bem como da nova dinâmica do papel de financiamento do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) a partir de 2016.

5. Maiores detalhes podem ser encontrados em CVM (2018).

6. Disponíveis em: <<https://bit.ly/3XOtHGo>>.

A tabela 1 apresenta o panorama global do mercado de renda fixa e componentes para alguns países em 2021 a partir de dados do BIS.<sup>7</sup> O mercado de renda fixa equivale ao estoque total de títulos privados corporativos – que abrangem corporações financeiras e não financeiras, além do estoque de títulos públicos, incluindo emissões domésticas e internacionais.

**TABELA 1**  
Mercado global de renda fixa e componentes  
(Em %)

País	PIB			Renda fixa	
	Mercado renda fixa total	Títulos corporativos não financeiros	Títulos públicos	Títulos corporativos não financeiros	Emissão internacional títulos corporativos não financeiros
Argentina	47	4	38	9	7
Brasil	130	9	85	7	1
Canadá	203	29	91	14	8
Chile	97	25	31	26	21
China	123	28	50	23	0
Colômbia	56	7	45	13	12
França	182	27	95	15	7
Alemanha	101	6	54	6	7
Índia	39	1	37	3	3
Indonésia	46	5	35	12	8
Itália	167	9	121	5	5
Japão	271	18	198	6	1
Malásia	127	52	63	41	1
México	73	16	42	23	18
Peru	43	9	27	20	19
Portugal	130	16	81	12	3
Rússia	30	8	16	27	4
África do Sul	86	7	62	8	3
Espanha	158	11	99	7	3
Turquia	29	2	22	6	5
Estados Unidos	214	32	112	15	2
Emergentes	74	12	44	15	6
OCDE	122	13	58	10	6

Fonte: BIS. Disponível em: <<https://bit.ly/3XOtHGo>>.

Elaboração da autora.

Obs.: OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

Observa-se que a proporção dos títulos corporativos não financeiros no Brasil de 9% do PIB (US\$ 149 bilhões) situa-se abaixo da média de 13% da OCDE e de 12% dos países emergentes. No entanto, no agregado total do mercado de renda fixa, o Brasil situa-se bem posicionado com 130% do PIB, equivalente a US\$ 2,1 trilhões, valor maior que a média da OCDE de 122% do PIB ou a dos países emergentes de 74% do PIB.

7. Os dados compilados pelo BIS incluem títulos da dívida total (TDS) e os títulos da dívida interna (DDS) reportados pelas autoridades nacionais. Os títulos da dívida internacional (IDS) são definidos e compilados pelo BIS a partir de fontes de dados comerciais. Disponíveis em: <<https://bit.ly/3XOtHGo>>.

Dessa forma, exercícios de previsão/simulação que conjecturem espaços para aumentos na oferta de títulos privados no Brasil devem ser cautelosos e analisar, conjuntamente, a composição do mercado de renda fixa como um todo e respectivos componentes. Observe que o volume de títulos públicos no Brasil corresponde a 85% do PIB, equivalente a US\$ 1,373 trilhão, bem acima da média da OCDE de 58% do PIB e dos países emergentes de 44% do PIB. Tal feito ilustra o efeito deslocamento (*crowding out*), no qual o mercado de títulos públicos (financiamento do governo) impõe limites a aumentos no mercado de dívida corporativa.

Quanto às emissões internacionais, o volume de emitido pelo Brasil para rubrica de títulos corporativos é de apenas 1% do PIB, muito abaixo da média de 6% do PIB da OCDE ou dos países emergentes, indicando que há espaço para maior colocação desses papéis no mercado internacional.

### 3 CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

O mercado de debêntures incentivadas (instituídas pela Lei nº 12.431/2011) foi peça-chave no financiamento de projetos de longo prazo no setor de infraestrutura no Brasil na última década. O volume desse mercado aumentou sensivelmente até um estoque de R\$ 200 bilhões em julho de 2022, segundo Brasil (2022). Tal montante, no entanto, corresponde a apenas 2% do mercado de renda fixa no Brasil (US\$ 2,1 trilhões) e 27% do mercado total de dívida corporativa (US\$ 149 bilhões). A participação de investidores institucionais e estrangeiros nas debêntures de infraestrutura segue baixa – menos de 4% do total da distribuição (Brasil, 2022).

Em comparação ao mercado global, o mercado de dívida corporativa no Brasil (que inclui as debêntures) corresponde a 9% do PIB, também abaixo da média de 13% da OCDE e de 12% dos países emergentes.

Dada a necessidade de investimentos da ordem de R\$ 300 bilhões por ano até 2050 para expansão e aperfeiçoamento da infraestrutura no Brasil (CIP-Infra, 2021), a participação dos investidores institucionais e estrangeiros configura importante fonte de recursos para o desenvolvimento de longo prazo do setor.

Iniciativas como o Projeto de Lei das Debêntures de Infraestrutura (PL nº 2.646/2020), aprovado em 2021 na Câmara de Deputados, ainda em tramitação no Senado, e a Medida Provisória nº 1.137/2022, sobre desoneração do investidor estrangeiro, são meritórias e relevantes, no sentido que contribuem para o desenvolvimento e a ampliação do mercado de títulos privados corporativos no Brasil, e permitem o aumento da base de investidores institucionais e estrangeiros, para financiamento e desenvolvimento da infraestrutura como classe de ativos financeiros.

#### REFERÊNCIAS

BRASIL. Ministério da Economia. **Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas**, n. 104, jul. 2022. Disponível em: <<https://bit.ly/3uiOqo9>>.

CIP-INFRA – COMITÊ INTERMINISTERIAL DE PLANEJAMENTO DA INFRAESTRUTURA. **Plano integrado de longo prazo da infraestrutura: 2021-2050**. Brasília: CIP-Infra, 2021. 159 p. Disponível em: <<https://bit.ly/3UqRUjh>>.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de dívida corporativa no Brasil: uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento**. CVM, 2018. Disponível em: <<https://bit.ly/3FhKdHQ>>.