

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

CÉSAR CATOSSO

DEBÊNTURES INCENTIVADAS:

O seu papel no financiamento de longo prazo da infraestrutura no Brasil

São Paulo

2023

CÉSAR CATOSSO

DEBÊNTURES INCENTIVADAS:

O seu papel no financiamento de longo prazo da infraestrutura no Brasil

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientadora: Profa. Dra. Thaís Cíntia Cárnio

São Paulo

2023

CÉSAR CATOSSO

DEBÊNTURES INCENTIVADAS:

O seu papel no financiamento de longo prazo da infraestrutura no Brasil

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Direito.

Aprovado em

BANCA EXAMINADORA

Profa. Dra. Thaís Cíntia Cárnio
Orientador – Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Luiz Gustavo Friggi Rodrigues
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Profa. Dra. Cinira Gomes Lima Melo
Universidade Presbiteriana Mackenzie

AGRADECIMENTOS

Em primeiro, à minha família e à minha mulher, por sempre acreditarem em mim e me apoiarem, me ensinando a fazer escolhas e entender o princípio da prioridade na vida, mesmo que isto signifique abdicar de outros sonhos.

Aos meus amigos que vibram e vibraram por cada conquista minha e torceram para que o curso terminasse, para que eu começasse a viver com mais liberdade.

Aos colegas do Mackenzie, pela ajuda na concepção da ideia do trabalho e no incentivo no estudo matéria e estimas de sucesso na vida.

À minha orientadora, Professora Doutora Thaís Cíntia Cárnio, pelas inúmeras contribuições, desde a discussão da ideia inicial do tema até os questionamentos durante a redação do trabalho, que elevaram muito a qualidade final do mesmo.

À Universidade Presbiteriana Mackenzie, por ter me permitido realizar o sonho de ser discente nesta renomada instituição de ensino.

Ao Bernardo, meu querido filho que está para chegar, isso tudo também é por ti.

RESUMO

Partindo do pressuposto de um modelo econômico, considerando para tanto a teoria do circuito *finance-funding* keynesiano, estimados os impactos dos investimentos de caráter público e privado na produção e desenvolvimento de uma nação, levando em consideração a característica peculiar de financiamento histórico de desenvolvimento nacional, a empregabilidade da população e um cenário de mudanças legislativa através da Lei nº 12.431 de 2011, responsável por dar incentivo fiscal para projetos de infraestrutura através de emissões de debêntures incentivadas, este trabalho busca analisar não apenas juridicamente a legislação, mas também sua aplicação e viabilidade, com base em dados, do título na economia, ou seja, a introdução e regulamentação das debêntures incentivadas, como também sua real aplicabilidade e atratividade econômica no cenário do mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: Debêntures incentivadas. Mercado de capitais. Investimentos públicos. Infraestrutura brasileira.

ABSTRACT

Starting from the assumption of an economic model, considering the Keynesian *finance-funding* circuit theory, it estimates the impacts of public and private investments on the production and development of a country, taking into account the peculiar characteristic historical financing of national development, the employability of the population and a scenario of legislative changes through Law Number 12.431 of 2011, responsible for providing tax incentives for infrastructure projects through the issuance of encouraged debentures, this completion of course work seeks to analyze not only legally the legislation but also its application and directives, based on data, of the title in the economy, that is, an introduction and regulation of incentivized debentures, as well as their real applicability and economic attractiveness.

Keywords: Incentive debentures. Capital market. Public investments. Brazilian infrastructure.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 – Brasil: investimento em infraestrutura – público versus privado (2008-2018), em % do PIB	11
Gráfico 2 – Desembolsos anuais do BNDES (em bilhões de reais)	12
Gráfico 3 – Financiamento em infraestrutura por fontes	13
Gráfico 4 – O papel do BNDES na economia brasileira: principais indicadores e custo do financiamento	17

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 A TEORIA DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO E O PAPEL HISTÓRICO DO BNDS NO DESENVOLVIMENTO DE INFRAESTRUTURA DE LONGO PRAZO NO BRASIL	9
3 A TENDÊNCIA DA DIMINUIÇÃO DO BNDES NA ATUAÇÃO NO FOMENTO AO DESENVOLVIMENTO NA ECONOMIA, INCLUINDO NA INFRAESTRUTURA ...	16
4 DEBÊNTURES INCENTIVADAS: UMA ANÁLISE SOBRE A LEGISLAÇÃO QUE REGULAMENTA O TÍTULO	19
5 OS PRINCIPAIS RESULTADOS DESDE A CONCEPÇÃO DAS DEBÊNTURES INCENTIVADAS E ADESÃO PELO MERCADO DE TÍTULOS E INVESTIMENTOS E OS DESAFIOS CENTRAIS PARA SUA OFERTA E DEMANDA	21
6 OS RELEVANTES ESFORÇOS PARA A CRIAÇÃO DE UM MERCADO LONGO-PAZISTA DAS DEBÊNTURES INCENTIVADAS	24
7 CONCLUSÃO.....	26
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	28

1 INTRODUÇÃO

O Brasil, historicamente, é marcado por investimentos do setor público em sua infraestrutura, mesmo após a abertura do segmento ao capital privado, com a ocorrência de uma intensa onda de privatizações e parcerias público-privadas que ocorreram na década de 1990, como por exemplo a Companhia Siderúrgica de Tubarão (07/1992), a Companhia Siderúrgica Nacional (04/1993), a Açominas (09/1993), dentre outras.

A condição básica para o desenvolvimento estrutural e econômico de uma nação é caracterizada por um forte investimento na infraestrutura, e a falta de condições para este financiamento no setor pode acarretar impedimentos ao desenvolvimento a longo prazo.

Analisando dados sobre as características da composição do Sistema Financeiro Nacional, verifica-se ser característico dos tempos de altas inflacionárias a distorção no mercado dos títulos de juros e, por conseguinte, a concentração nos investimentos curto-prazistas, em detrimento de uma curva consistente de rendimentos no longo prazo. Em outras palavras, a alta da inflação, que é característica histórica do Brasil, faz com que os investidores foquem em ativos de curto prazo, devido às incertezas com relação ao cenário econômico, em detrimento de investirem em ativos que se prolonguem no tempo, ou seja, de longo prazo.

Ademais, observa-se que o financiamento de infraestrutura, um setor peculiar e complexo, mas ao mesmo tempo tão necessário, exige a existência de um circuito de *funding* de longo prazo consolidado que, tendo em vista uma maturidade curta do setor financeiro brasileiro, só pode ocorrer mediante a promoção de condições favoráveis para a realização destes investimentos pelo Estado, que desenvolve papel fundamental no ambiente de negociações.

O Estado brasileiro, historicamente, desenvolve papel principal no desenvolvimento de infraestrutura no Brasil, desde a criação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDES em 1952 (à época, BNDE), participando intensivamente na análise, no investimento, na formulação e execução do desenvolvimento econômico e da sua política. Essa adoção estrutural do Estado com a participação do BNDES (a letra “S” de “social” foi incorporada à sigla nos anos 1980),¹ resguardadas as devidas alterações de cenário, permanecem ativas até hoje.

¹ BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO (BNDES). *Criação do BNDES*. 19. jun. 2017. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento/noticias/noticia/65_anos>. Acesso em: 20 out. 2023.

Este Banco Nacional cumpre, de maneira longeva, papel chave no financiamento de longo prazo dos investimentos em diversos segmentos, incluindo o de infraestrutura. Mas, especificamente na infraestrutura, setor que detém características específicas intrínsecas, como dito alhures, juntamente com o financiamento de longo prazo da economia brasileira, fazem com que o crédito nestes setores tenha grande dependência de recursos fornecidos pelo BNDES.

Este trabalho irá englobar, de maneira histórica, o papel do BNDES no desenvolvimento em infraestrutura a longo prazo no país. Porém, retratando uma atual tendência de diminuição da atuação do banco no fomento ao desenvolvimento na economia, incluindo na infraestrutura.

Com isso, apresentar-se-á as debêntures incentivadas e o seu papel como alternativa ao financiamento de longo prazo na infraestrutura e uma análise sobre a legislação que regulamenta o título, mostrando seus principais resultados, desde sua concepção e adesão pelo mercado de títulos e investimentos, além de abordar e apontar desafios centrais para sua oferta e demanda.

Posteriormente, busca-se abordar os mais relevantes esforços para a criação de um mercado longo-prazista das debêntures incentivadas e quais as medidas regulamentares e legislativas implementadas pretendem viabilizar o projeto de utilizar estes títulos como fonte principal de financiamento de longo prazo no país.

2 A TEORIA DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO E O PAPEL HISTÓRICO DO BNDS NO DESENVOLVIMENTO DE INFRAESTRUTURA DE LONGO PRAZO NO BRASIL

De início, para tratar a respeito dos mecanismos intrínsecos de financiamento existentes na economia, a fim de que seja nítido de que maneira se pretende abordar a relevância que ele detém na perspectiva de longo prazo do financiamento estrutural do setor no país, faz-se necessário observar o circuito *finance-funding*, teoria cujo autor é o economista britânico John Maynard Keynes (1883 – 1946), mas trazendo o assunto sob uma ótica pós-keynesiana, sob a ótica do pensamento do filósofo alemão Hans-Hermann Hoppe.

Para Keynes, o processo de financiamento da economia, divide-se em dois grandes procedimentos.

O primeiro se relaciona com a oferta inicial de crédito na economia, cujo prazo dependerá da perspectiva da demanda, podendo ser, portanto, de curto prazo e estendendo-se até períodos mais longevos. Tal captação de recurso é advindo do setor bancário pela instituição econômica.

Em suma, são os gastos iniciais que um negócio empresarial, por exemplo, necessita para se custear, dando a este procedimento a nomeação *finance*.

Já o segundo, resultante da poupança gerada, poderá resultar na inserção de um título corporativo no mercado, sendo que este título detém papel chave para mitigar o crescimento da fragilidade financeira, inerente a uma economia em crescimento, denominada *funding*. Daí o nome “*finance-funding*”.

Estando uma economia exposta a um ambiente carente de um mercado financeiro organizado e bem regulamentado, importará em um perfil de financiamento inadequado ao investimento, por conseguinte, “diminuindo a capacidade de expansão da economia e/ou tornando-a financeiramente mais frágil”.²

No Brasil, a proteção dos investidores é garantida pela existência de regulamentação do mercado de capitais por órgãos financeiros, como por exemplo a Comissão de Valores Imobiliários, que se torna crucial ao desenvolvimento econômico à medida em que presta auxílio na alocação de recursos de forma eficiente.³

² PAULA, Luiz Fernando de. O circuito 'finance-funding'. *Valor Econômico (Globo)*, 20 jan. 2015. Disponível em: <<https://valor.globo.com/opiniao/coluna/o-circuito-finance-funding.ghtml>>. Acesso em: 22 out. 2023.

³ MERCADO de capitais: desvende o que é e como funciona na prática. *Toro Blog*, 28 set. 2023. Disponível em: <<https://blog.toroinvestimentos.com.br/investimentos/mercado-de-capitais>>. Acesso em: 20 out. 2023.

De maneira geral, as corporações e pessoas jurídicas creem que as taxas de juros que permeiam o circuito de *funding* ocorrem em condições mais propícias, ou seja, que não superiores às de curto prazo. Daí então se faz necessário que a relação de *finance-funding* ocorra para que, conseqüentemente, haja estímulo ao investimento num horizonte maior de tempo.

Sob a ótica do pensamento pós-keynesiano, incertezas nas decisões de investimentos são encaradas como uma enorme fonte de ineficácia nas operações financeiras do mercado, aumentando e muito a fragilidade do sistema econômico. Ao passo que, no que se refere ao *funding*, se os agentes privados tiverem o objetivo de alocação em poupanças que detém maior liquidez, a consequência será uma diminuição ao impedimento na realização dos investimentos.

Com base no exposto, conclui-se que, para que haja a diminuição da incerteza no horizonte de investimento em disponibilização de crédito à longo prazo no Brasil, é o Estado quem detém capacidade de redução desse nível de incerteza, e isso se dá através dos meios diversos como os bancos, no caso o BNDS, mas também os regulamentários, que serão tratados adiante, muitos deles jurídicos, como é o caso das leis que regulamentam o mercado – no caso do tema em análise, seria a Lei nº 12.431/2011, com alterações feitas pela Lei nº 12.715, de 17 de setembro de 2012, dispositivos responsáveis pela inserção das Debêntures Incentivadas no mercado financeiro brasileiro.

Isso porque, como diria Warren Buffet:⁴ “Lembre-se de que o mercado de ações é um maníaco-depressivo.” Analogia que aqui deve ser interpretada sob a ótica das tendências curto-prazistas, como consequência de um aumento do nível de incerteza percebido pelos investidores, que interpretam rumores à esmo sob a percepção majoritária do mercado, focando em títulos de maior liquidez como uma forma de diminuição de riscos. É neste contexto que se inserem os bancos públicos, como o BNDES.

Basicamente, a criação de um banco público que oferta crédito à mercado garante condições mais favoráveis para interessados em investimentos marcados fundamentalmente por um maior nível de incertezas. E é exatamente nestes setores que reside uma maior incerteza e onde o setor privado detém uma maior resistência de atuação.

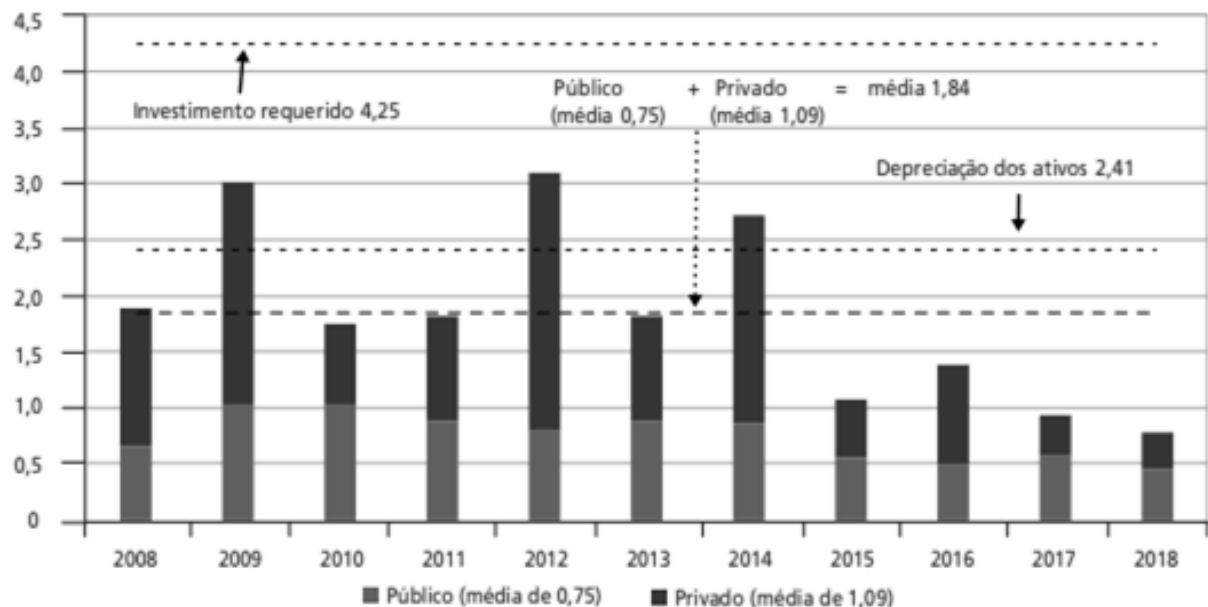
Os bancos públicos caracterizam-se, no Brasil, pela disponibilização de crédito a longo prazo com menos onerosidade para os setores da economia ligados a setores estratégicos para o desenvolvimento econômico da nação. Até mesmo porque alguns destes setores detém, ou pelo menos por uma boa parte do desenvolvimento histórico nacional detiveram, uma

⁴ HAGSTROM, Robert G. *The Warren Buffett Way Abridged*. 1994 apud ELDER, Alexander. *Aprenda a operar no mercado de ações*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2006, p. 24. Disponível em: <bit.ly/473ZfMg>. Acesso em: 23 out. 2023.

probabilidade muito pequena de que seriam contemplados com a oferta de crédito privado, como é o caso de obras unicamente públicas, por exemplo.

É uma característica intrínseca das nações que não detêm um mercado financeiro desenvolvido e bem regulamentado um papel majoritariamente do Estado no financiamento nos investimentos de projetos em setores estratégicos, considerando que estes, como dito, muitas vezes encontram dificuldades para capitalização no mercado de crédito privado. No Brasil, este papel de necessidade de capitalização por bancos públicos como o BNDES está em transformação. Veja-se:

Gráfico 1 – Brasil: investimento em infraestrutura – público *versus* privado (2008-2018), em % do PIB



Fonte: ROCHA (2020).

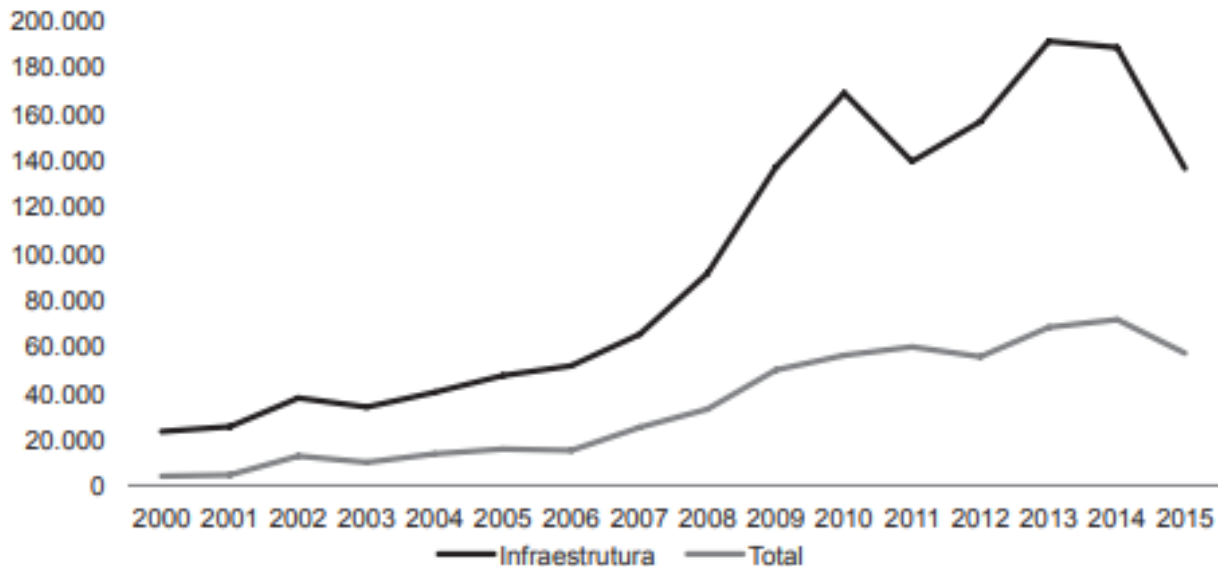
Observando o gráfico, verifica-se que, de 2008 a 2014, praticamente em todos os anos o Brasil ultrapassou 0,5%, chegando a quase 1% do volume do PIB do percentual em investimentos públicos em infraestrutura, o que se traduz em um volume gigantesco de financiamento público para o setor.

No entanto, quanto à média de investimentos públicos no setor, ano após ano verifica-se sua diminuição, tanto é que a média de investimentos públicos nestes anos que englobaram o gráfico ficou em percentual de cerca de 41% (que representaria 0,7544), enquanto o setor privado resta dominante, com cerca de 59,1% no setor.

Isso significa que o setor vem diminuindo gradativamente o percentual de dependência do investimento público, o que será melhor explicado adiante.

O gráfico que segue demonstra de que maneira ocorreu a evolução da capitalização ao mercado realizada pelo BNDES, com a totalidade das atividades da economia ligadas à infraestrutura utilizadas em um período diferente do gráfico anterior (Gráfico 1), com uma janela de tempo maior, no entanto, findando em um período menos longo do que o anterior. Veja-se:

Gráfico 2 – Desembolsos anuais do BNDES (em bilhões de reais)



Fonte: BNDES (2016).

Partindo-se do ano de 2007, nítido que há um relevante aumento no total desembolsado pelo banco público, podendo ser explicado pelo uso anticíclico do crédito do banco em resposta à crise financeira internacional, o que pode ser compreendido como uma característica de intervenção estatal para preservação econômica da nação em tempos de crise.

Conforme asseveram Borça Júnior e Torres Filho,⁵ “desde agosto de 2007, com o início da crise imobiliária no segmento *subprime* nos EUA, houve um aumento da aversão ao risco no mercado financeiro internacional, com a concomitante deterioração das condições de crédito em escala global”.

O setor de infraestrutura enfrenta enormes gargalos como a maturação dos empreendimentos que muitas vezes são de grandes proporções, a dependência de matérias primas que podem estar cotadas em dólar, como aço e derivados do petróleo, os altos custos

⁵ BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Analisando a crise do subprime. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez. 2008. p. 1. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/8344/1/RB%2030%20Analisando%20a%20Crise%20do%20Subprime_P_BD.pdf>. Acesso em: 25 out. 2023.

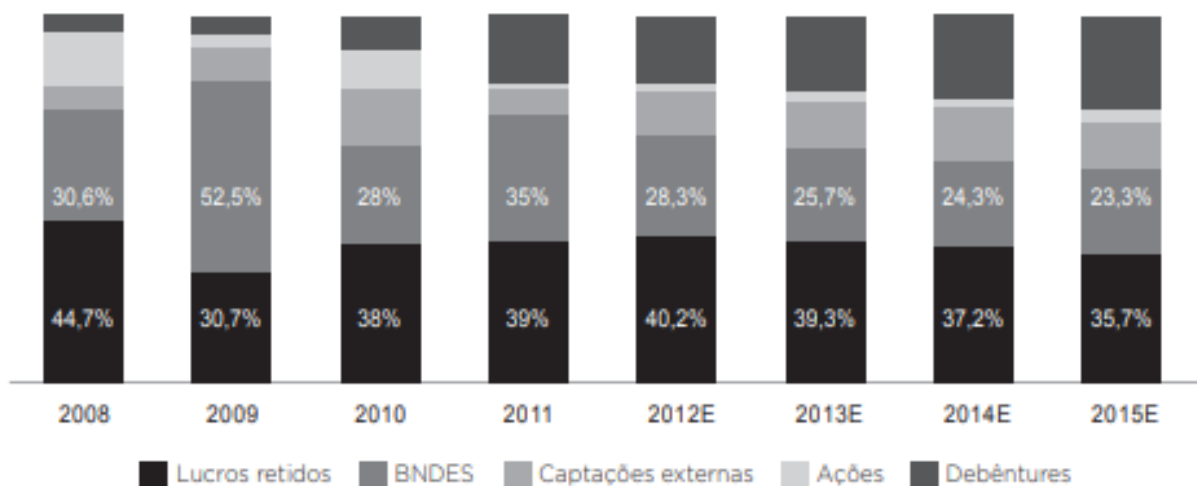
para operar a entrada e saída nos investimentos, assim como obras de grande porte, que acarretam incertezas, consequentemente necessitando de uma maturação em período mais longo.

Como mencionado pelo Relatório Anual do ano de 2014:⁶

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social atua como principal instrumento de execução da política de investimentos do Governo Federal, tendo por missão a promoção do desenvolvimento sustentável e competitivo da economia brasileira, com geração de emprego e redução das desigualdades sociais e regionais.

Observando-se o gráfico a seguir, fica nítido que o BNDES é, historicamente e sem sombra de dúvidas, o maior financiador do setor de infraestrutura. Isso porque ele oferece condições de financiamento muito mais favoráveis que as opções de crédito advindas do capital privado, com prazos maiores para o financiamento e, também, taxas de juros mais amansadas. Veja-se:

Gráfico 3 – Financiamento em infraestrutura por fontes



Fonte: WAJNBERG (2014).

Mas o que explica a necessidade tão pulsante da utilização do BNDES nos negócios envolvendo o setor de infraestrutura?

Bom, como dito alhures, o alto custo intrínseco das operações no mercado, as oscilações e crises em escala macroeconômica que reverberam no posicionamento do capital no setor, a necessidade de uma janela de tempo de aplicação do capital maior para a rentabilização do investimento, incertezas do adimplemento do título aliados ao risco de default, devidos em

⁶ BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO (BNDES). *Relatório anual 2014*. Rio de Janeiro, 2014.

Disponível em:

<https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Hotsites/Relatorio_Anual_2014/banco_desenvolvimento.html>. Acesso em: 20 out. 2023.

muito a obras em grande escala, enfim, fatores que acarretam, e muito, a capitalização de recursos através de fontes diversas.

Noutro espeque, verifica-se que os títulos emitidos no setor em estudo, ligados à infraestrutura, detém uma classificação de relativa previsibilidade de fluxo de receitas. Isso se deve graças, novamente, à regulamentação jurídica, traduzida pelas regulamentações pelas quais são regidos os títulos. Assim, o modelo *project finance* recebe a maior parte dos aportes do BNDES.

Segundo a Agência BNDES de Notícias,⁷

Em um *project finance*, um grupo de investidores (também conhecidos como patrocinadores ou sponsors) cria uma entidade com duração limitada, chamada de Sociedade de Propósito Específico (SPE), com o objetivo de projetar, construir e gerenciar projetos de infraestrutura. Isso permite a segregação dos ativos, dos contratos e do fluxo de caixa do projeto, bem como dos riscos associados a ele.

Segundo divulgações do próprio sítio digital do Banco, para a promoção deste modelo necessitaria de uma previsibilidade quanto fluxo de caixa exigido, assim também como custos e despesas no desenrolar do projeto, para que haja a possibilidade de administração do risco do investimento.

Característica do modelo *project finance*, a entidade legal denominada sociedade de propósito específico (SPE) é a entidade que fica responsável pela projeção do produto, materializando e publicando análises das discricionariedades dos ativos e passivos.

A SPE também é responsável pela delimitação dos riscos e retornos do título. Em outras palavras, é ela quem, munida da poupança citada no começo do trabalho, fruto da concessão de capital pela instituição bancária (*finance*, através do BNDES), analisa o projeto e então emite o Título de Investimento ao mercado (*funding*, através da SPE).

Prestados os esclarecimentos com relação ao circuito *finance-funding*, como também aos dados do financiamento do BNDES no setor de infraestrutura comparados com o capital privado, demonstrando a tendência atual de capitalização deste último em detrimento do primeiro no setor.

Ainda, com relação ao método utilizado nacionalmente para a operacionalização e pulsão dos investimentos no setor, o modelo *project finance*, resta agora demonstrar porque foram implantadas as Debêntures Incentivadas no Mercado Financeiro Nacional, através de uma

⁷ PROJECT finance em projetos de infraestrutura no Brasil: desafios e potenciais soluções. *Agência BNDES de Notícias*, 29 dez. 2022. Disponível em: <<https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/blogdodesenvolvimento/detalhe/Project-finance-em-projetos-de-infraestrutura-no-Brasil-desafios-e-potenciais-solucoes/>>. Acesso em: 24 out. 2023.

tendência da diminuição do BNDES na atuação no fomento ao desenvolvimento na economia, incluindo na infraestrutura, o que será abordado a seguir.

3 A TENDÊNCIA DA DIMINUIÇÃO DO BNDES NA ATUAÇÃO NO FOMENTO AO DESENVOLVIMENTO NA ECONOMIA, INCLUINDO NA INFRAESTRUTURA

Fator primordial para explicar a importância do BNDES como protagonista no financiamento de estrutura historicamente no Brasil é a atratividade das opções de financiamento ofertadas pelo banco, como por exemplo, a taxa de juros dos financiamentos, se comparados com os bancos de capital privados, e até mesmo outros bancos públicos como a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil.

Mas qual fator delimita a necessidade observada pelos responsáveis pela política econômica nacional que incentivaram a adoção de outras alternativas de investimento?

A principal questão que permeia todo o tema arrazoado são as críticas direcionadas aos bancos públicos no sentido de que estas instituições impedem, e muito, o desenvolvimento de um mercado de capitais sólido e bem estruturado.

A taxa de juros básica ofertada pelo BNDES será demonstrada através do Gráfico IV*, no entanto, insta salientar que a Taxa de Juros de Longo Prazo, a taxa básica dos financiamentos do BNDES, sofreu alterações, passando da designação TJLP, para TLP,⁸ em contratos de financiamento celebrados a partir de 1º de janeiro de 2018. Segundo o próprio BNDES,⁹

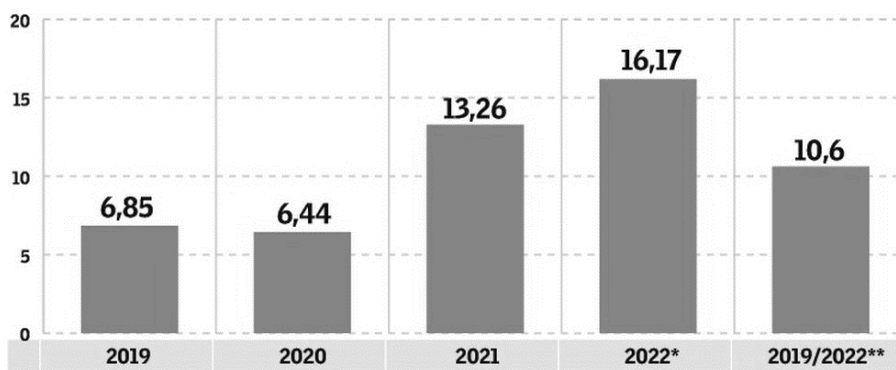
A TJLP será mantida até o fim da vigência dos contratos referentes às operações aprovadas pela Diretoria do BNDES antes de 1º de janeiro de 2018. Para isso, a TJLP continuará sendo calculada e divulgada trimestralmente pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), obedecendo aos parâmetros estabelecidos pela Lei 10.183 de 2001. O mesmo se aplica a projetos associados a leilões passados de concessões ou cujas condições tenham sido anunciadas antes de 1º de janeiro de 2018.

⁸ BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO (BNDES). *Taxa de longo prazo – TLP*. 2018. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/tlp-taxa-de-longo-prazo>>. Acesso em: 25 out. 2023.

⁹ Idem. *Taxa de juros de longo prazo – TJLP*. 2018. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/taxa-juros-longo-prazo-tjlp>>. Acesso em: 23 out. 2023.

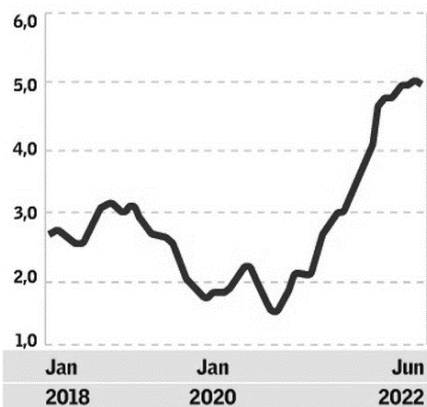
Gráfico 4 – O papel do BNDES na economia brasileira: principais indicadores e custo do financiamento

■ Taxa de Longo Prazo (TLP) - em % a.a.

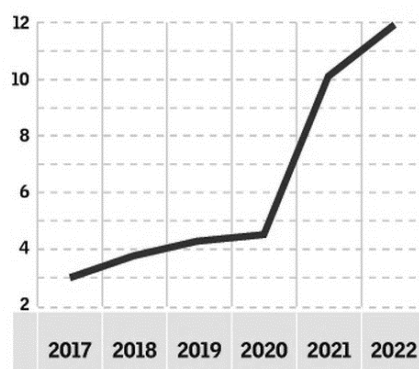


■ Evolução da TLP e da inflação

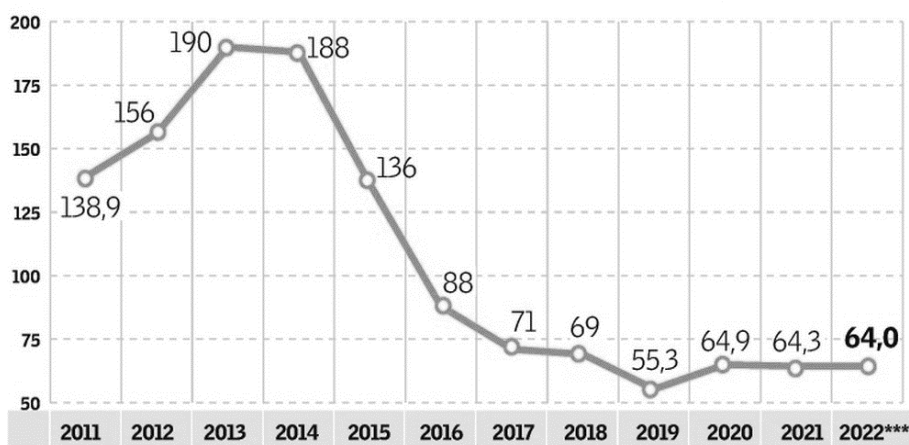
TLP real (sem incluir inflação, em %)



Inflação pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) - taxa de 12 meses (em %)



■ Os desembolsos ao longo dos anos - em R\$ bilhões (valores correntes)



Fonte: BNDES e GIAMBIAGI (2022).

Da análise da primeira parte do Gráfico 4, pode-se concluir que não se pode comparar, ao menos diretamente, a TLP e a Selic, pois a última é uma taxa de prazo de um dia, variando ao longo do financiamento, sendo mais adequado a comparação com as taxas de mercado livres

de risco dos títulos públicos com os mesmos vencimentos dos financiamentos do banco público.¹⁰

Quanto a segunda parte, percebe-se que a TLP aumentou gradativamente, *pari passu* à inflação, demonstrando uma correlação linear, por conta do comportamento conjunto das duas variáveis quantitativas e a maneira como se estabeleceu a fixação da taxa pelo banco.

Em relação a terceira parte, percebe-se que, além de promover o aumento de sua taxa básica de juros nos financiamentos, o BNDES informou a redução dos aportes para o setor de infraestrutura para os próximos anos, como divulgado em suas “Perspectivas de Investimento 2015-2018”.¹¹

Isso se traduz na redução da linha de crédito demonstrada pela terceira parte do Gráfico 4, saindo de 188 (cento e oitenta e oito) bilhões de capital para o setor em 2014, para cerca de 64 (sessenta e quatro) bilhões em 2022, uma redução de mais de 65% do capital designado para o setor.

Ou seja, o Gráfico demonstra, de maneira palpável, em números, o posicionamento adotado pelo banco anos atrás, que traduz, em suma, o aumento da Taxa Básica intrínseca dos empréstimos cedidos pelo BNDES (TLP) e a adoção de uma política de diminuição da concessão de crédito para setores econômicos atendidos, incluindo o da infraestrutura.

Portanto, é aqui que se inserem as Debêntures Incentivadas, cujo objetivo central deste título de renda fixa é a viabilização da captação de recursos privados para o setor, integrando parte da adoção de uma política de fomento ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

¹⁰ BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO (BNDES). *Taxa de longo prazo – TLP*. 2018. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/tlp-taxa-de-longo-prazo>>. Acesso em: 25 out. 2023.

¹¹ Idem. *Perspectivas do investimento 2015-2018 e panoramas setoriais*. Rio de Janeiro, dez. 2014. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/2842/5/Perspectivas%20do%20investimento%202015-2018%20e%20panoramas%20setoriais_atualizado_BD.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

4 DEBÊNTURES INCENTIVADAS: UMA ANÁLISE SOBRE A LEGISLAÇÃO QUE REGULAMENTA O TÍTULO

As debêntures são títulos considerados de renda fixa, tendo em vista o oferecimento de juros futuros com base na data de vencimento, percebidos na liquidação quando atingido o seu vencimento. São títulos de dívidas emitidos por pessoas jurídicas de capital aberto na bolsa de valores mobiliários para a execução de projetos específicos.¹²

As empresas que emitem estes títulos majoritariamente o fazem para expansão do negócio, ou para o adimplemento de uma dívida. Adquirindo a debênture, ao invés de se tornar sócio da empresa, como é caso das ações, o adquirente torna-se credor.

Para a sua emissão, a pessoa jurídica de capital aberto deverá registrá-la na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e as unidades de título serão oferecidas através dos bancos e, também, corretoras de investimento.

O volume de emissões de debêntures vem aumentando exponencialmente nos últimos anos, tanto que, segundo dados da ANBIMA,¹³ de janeiro a novembro de 2022, as emissões de debêntures somam R\$ 234,9 bilhões.

A partir da publicação da Lei nº 12.431 de 24 de junho de 2011, responsável pela inserção das debêntures de infraestrutura, cujo principal objetivo do legislador era a melhora considerável de liquidez do mercado e a facilitação do acesso ao financiamento de investimentos em setores estratégicos para a economia brasileira, ficou estabelecido que tal título teria garantia de incentivos tributários tais como a redução das alíquotas de imposto de renda e benefícios tributários nos rendimentos do ativo para os não residentes no Brasil, bem como a tributação em 15% no Imposto de Renda – IR, para pessoas jurídicas.

Outra de suas especificidades é que as debêntures incentivadas devem possuir emissoras do tipo Sociedade de Propósito Específico, cuja finalidade deve atender demandas de setores prioritários ao desenvolvimento econômico nacional, como a infraestrutura, pesquisa, desenvolvimento e inovação.

¹² SANTANA, Wesley; KERCHER, Sofia. O que são debêntures, como funcionam e por que investir. *CNN Brasil*, São Paulo, 17 abr. 2023. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/economia/entenda-o-que-sao-debentures-e-como-funcionam/#:~:text=As%20deb%C3%AAntures%20s%C3%A3o%20t%C3%ADtulos%20de,aplicado%20soma%20ao%20rendimento%20informado>>. Acesso em: 20 out. 2023.

¹³ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). *Debêntures representam mais da metade do volume levantado no mercado de capitais no primeiro semestre*. 07 jul. 2022. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/debentures-representam-mais-da-metade-do-volume-levantado-no-mercado-de-capitais-no-primeiro-semester.htm>. Acesso em: 24 out. 2023.

Ademais, para a emissão do título no mercado, as SPE (sociedade de propósito específico) devem apresentar o projeto de financiamento do empreendimento que desejam custear, com as informações que forem relevantes do título a ser emitido e um termo informando a destinação dos recursos a serem captados por ele.

Para se enquadrarem como debêntures incentivadas, os títulos deverão também deter uma remuneração pré-fixada (afinal, como dito alhures, são Títulos de Renda Fixa), com prazo médio ponderado superior a 4 anos e com intervalos de pagamento de rendimentos a cada 180 dias, sendo que também deverão ser oferecidos publicamente.

Diferentemente de outros títulos, as debêntures incentivadas foram regulamentadas pelo legislador com a proibição de recompras pelo emissor, liquidação antecipada, compromisso de revenda do comprador e repactuação.

Mas, mesmo com tais limitações, o volume das debêntures incentivadas no mercado financeiro foi o responsável pela captação de R\$ 206,6 bilhões, no período de 2012 à novembro de 2023, segundo noticiado pelo próprio Ministério da Economia,¹⁴ o que será explorado no tópico seguinte.

Feitos os comentários sobre os aspectos mais relevantes da inserção da debêntures incentivadas pela Lei nº 12.431 de 24 de junho de 2011, bem como a análise sobre os principais pontos dessa lei, resta destacar os principais aspectos positivos e negativos da sua aplicação no mercado de capitais brasileiro, pelo que no tópico seguinte serão abordados os principais resultados, desde a concepção das debêntures incentivadas, e adesão pelo mercado de títulos e investimentos, desafios centrais para sua oferta e demanda.

¹⁴ MINISTÉRIO DA ECONOMIA (BRASIL). *Emissão de debêntures incentivadas captou R\$ 4,5 bilhões em novembro*. 05 jan. 2023. Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/emissao-de-debentures-incentivadas-captou-r-4-5-bilhoes-em-novembro>>. Acesso em: 23 out. 2023.

5 OS PRINCIPAIS RESULTADOS DESDE A CONCEPÇÃO DAS DEBÊNTURES INCENTIVADAS E ADEÇÃO PELO MERCADO DE TÍTULOS E INVESTIMENTOS E OS DESAFIOS CENTRAIS PARA SUA OFERTA E DEMANDA

Conforme indicado pelo 108º Boletim de Debêntures Incentivadas divulgado pela Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Economia,¹⁵ cuja publicação atualizada data de 05/01/2023, em novembro de 2022 as debêntures incentivadas atingiram o volume de R\$ 4,5 bilhões, um volume extremamente robusto e relevante, ainda mais pelo fato de que este resultado se deve pela emissão de oito debêntures de infraestrutura, cujo prazo médio de emissão foi de 12,1 anos, com uma remuneração média correspondente a IPCA + 7,0%, relacionadas aos setores de energia, transporte, saneamento e telecomunicações, que demonstram a quantidade e a diversidade de ativos e setores que estão sendo abrangidos pelo título.

Na mesma divulgação, verifica-se que, no período de 2012 até novembro de 2022, a totalidade de valores correspondentes à debentures incentivadas emitidas chegou à monta de R\$ 206,6 bilhões. A Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Economia informou, na mesma divulgação, a existência de um potencial de emissão de novas debêntures no montante de mais R\$ 254,7 bilhões em projetos de infraestrutura já aprovados.

Dentre os novos projetos mencionados, a SPE também divulgou que estes títulos são ligados proporcionalmente aos setores de energia (72,2%), seguido por transporte/logística (20,4%), saneamento e mobilidade urbana (7,2%) e telecomunicações (0,2%), sendo que todos eles estão diretamente ligados com o setor da Infraestrutura da economia.

Com relação aos projetos de infraestrutura, que são o foco deste trabalho, segundo levantamento realizado pelo IEDI – Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial:¹⁶

Quando são computados todos os projetos de investimento em infraestrutura autorizados até 2018, a participação de debêntures incentivadas no seu financiamento atinge cerca de 17,2% [...] Os prazos dessas debêntures são mais longos, com mais de 70% das emissões com prazos de mais de 5 anos, contra 55% das debêntures comuns... Embora o benefício da isenção do imposto de renda tenha sido repassado apenas parcialmente aos investidores, esses papéis tiveram grande aceitação por investidores pessoas físicas, apesar de carregarem os riscos próprios de projetos de infraestrutura. Por outro lado, no momento de sua

¹⁵ MINISTÉRIO DA ECONOMIA (BRASIL). *Emissão de debêntures incentivadas captou R\$ 4,5 bilhões em novembro*. 05 jan. 2023. Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/emissao-de-debentures-incentivadas-captou-r-4-5-bilhoes-em-novembro>>. Acesso em: 23 out. 2023.

¹⁶ FINANCIAMENTO do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais. *Instituto de Estudos Para o Desenvolvimento Industrial*, Carta IEDI, Edição 850, 06 jun. 2018. Disponível em: <https://iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_850.html>. Acesso em: 25 out. 2023.

colocação no mercado, a expectativa de liquidez provavelmente não era diferente da baixa liquidez observada no mercado secundário das debêntures comuns. Além disso, esses papéis são indexados ao IPCA mais uma taxa real de juros, diferente da indexação às taxas do CDI, procedimento que predomina no mercado de renda fixa.

Destas considerações extremamente relevantes para o tema feitas pelo IEDI, é possível verificar que os principais aspectos positivos considerados para este título vem sendo o seu desempenho consideravelmente positivo, que se traduz em uma balança favorável da probabilidade de crescimento do mercado de capitais como uma relevante, e quem sabe principal, fonte do financiamento dos projetos de longo prazo em infraestrutura no Brasil. E este ponto é acompanhado com a majoração da possibilidade de liquidez dos ativos no mercado de capitais brasileiro.

Tais dados também demonstram aspectos negativos dignos de nota, como por exemplo o estreitamento dos *spreads* bancários oferecidos nestas emissões, o que afasta o interesse dos investidores institucionais. Segundo estudo divulgado por Yamahaki e Breviglieri:¹⁷

[...] a alta demanda por debêntures incentivadas por parte dos investidores pessoa física gerou uma redução do *spread* pago pelo emissor, afastando investidores institucionais, que consideram baixo o spread em relação ao risco do investimento. Tal realidade contribuiu para o surgimento de propostas de novas séries de debêntures incentivadas, com a concessão de benefício fiscal para o emissor (Projeto de Lei nº 2.646, de 2020), com o intuito de permitir maior remuneração desses papéis.

Importante salientar que o Projeto de Lei nº 2.646 de 2020 ainda aguarda apreciação pelo Senado Federal, e, portanto, não está vigorando até o presente momento.¹⁸

Segundo estudiosos das características econômicas do mercado de Renda Fixa Brasileiro, existe um fator impeditivo para o desenvolvimento do mercado de debêntures incentivadas que atinge não apenas estes títulos, mas também a Renda Fixa brasileira como um todo, que são as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), que são basicamente títulos públicos indexados à taxa básica de juros (Selic). Por serem Títulos públicos de renda fixa, são considerados de baixíssimo risco, mas possuem vantagens relevantes se comparados às debentures incentivadas.

¹⁷ YAMAHAKI, Camila; BREVIGLIERI, Gustavo Velloso. Atração de investimentos privados para a infraestrutura no Brasil. *Revista de Administração Pública*, Fórum: Perspectivas Práticas. Fundação Getúlio Vargas – FGV, Rio de Janeiro, v. 56, p. 413-425, 19 abr. 2022. p. 7. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rap/a/k4XK9LGYwGZqtCCTqRkfqhr/?lang=pt&format=pdf>. Acesso em 25/10/2023.

¹⁸ BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de Lei nº 2.646, de 14 de maio de 2020*. Dispõe sobre as debêntures de infraestrutura; altera as Leis nºs 9.481, de 13 de agosto de 1997, 11.478, de 29 de maio de 2007, e 12.431, de 24 de junho de 2011; e dá outras providências. Brasília: Câmara dos Deputados, 2020. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2252649>>. Acesso em: 25 out. 2023.

As LFTs são de liquidez diária, e o fato de serem tão atraentes a tornam um título concorrente dos ativos do mercado de títulos privados, atrapalhando e muito o desenvolvimento deste mercado.

Além de gerarem dificuldades no desenvolvimento dos títulos privados de renda fixa, as LFTs também são responsáveis por dificultarem a alocação diversificada da poupança, uma vez que os investidores concentram seu capital apenas neste único ativo. Na lição de Paula e Faria,¹⁹

[...] em que pese o elevado desenvolvimento do mercado de títulos públicos, a existência de uma boa parte da dívida pública sob a forma de títulos indexados a Selic – Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), herança do período de alta inflação, acaba por inibir e deformar o MTD privada no Brasil, uma vez que a combinação risco-retorno dos títulos públicos é uma das melhores entre os ativos financeiros, por combinar baixo risco, alta liquidez e rentabilidade.

Outra relevante crítica que gera desafio para oferta e demanda das debêntures incentivadas no mercado é feita com base no estudo realizado por Rabelo e Miterhof,²⁰ pelo qual se contabilizou que somente cerca de 60% do benefício tributário concedido é efetivamente transferido para o custo de captação dos projetos elegíveis. Em suas palavras,

Considerando uma operação hipotética, com duração de 5,8 anos – igual à média das emissões primárias de debêntures pela Lei 12.431 observadas de 2012 até outubro de 2018 –, as estimativas apresentadas mostram que cerca de 60% (especificação não linear) dos custos fiscais absorvidos pela União seriam transferidos ao custo de captação dos projetos [...]

E é com base nas críticas construtivas expostas acima, mas também observando-se os aspectos positivos abrangidos pela Lei nº 12.431 e sua aplicabilidade desde o período de sua vigência até os dias atuais, é que passa a expor no tópico seguinte quais são os relevantes esforços empenhados para a criação de um mercado longo-prazista das debêntures incentivadas.

¹⁹ PAULA, Luiz Fernando de; FARIA Júnior, João Adelino de. Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 16, n. 1, p. 107-137, 2012. p. 5. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/rec/a/RpNpQbPXwqLp3vHfHYcxq6M/?format=pdf&lang=pt>>. Acesso em: 25 out. 2023.

²⁰ PEREIRA, Thiago Rabelo.; MITERHOF, Marcelo Trindade. Debêntures de infraestrutura: qual fração do custo fiscal é transferida aos projetos?. *Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES)*, ago. 2019. p. 27. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/18601/3/TD_143__WEB_REV.pdf>. Acesso em: 25 out. 2023.

6 OS RELEVANTES ESFORÇOS PARA A CRIAÇÃO DE UM MERCADO LONGO- PRAZISTA DAS DEBÊNTURES INCENTIVADAS

Recorrentemente a carência de capital na poupança interna do Brasil é tida como um dos principais empecilhos e entraves no que diz respeito ao financiamento de longo prazo no setor privado da economia. Esse pensamento correlaciona a poupança como um precedente ao processo de financiamento. Assim, tem-se que o crédito necessário para a produção do desenvolvimento advém da poupança que se tem internamente no país.

Quando essa mencionada poupança interna é considerada como insuficiente para fomentar o impulsionamento do setor econômico, tem-se a falta de crédito para suprir a demanda dos investimentos do mercado. Essa questão é tida como uma deficiência que, segundo esta linha de raciocínio, só seria corrigida mediante o fortalecimento da poupança nacional, ou seja, o aumento do capital interno da poupança para conseguinte fortalecimento do setor e desenvolvimento estrutural.

No entanto, a perspectiva econômica de Keynes trata de ir contra esta linha de pensamento e impõe a lógica de que a poupança nacional é nada mais que uma variável "*ex post*", ou seja, ocorre no final do processo produtivo com base nas decisões de consumo. Portanto, o grande desafio para atração de recursos para produção e desenvolvimento econômico com base neste pensamento seria na maneira como se está alocando o capital da poupança, como se observa na economia brasileira.

Como há forte dependência histórica brasileira dos recursos advindo do setor público, mais especificamente dos recursos do BNDES, no setor de infraestrutura para a sua capitalização e conseguinte realização de projetos, isso gera consequências como a atrofia do mercado de capitais nacional, a perda da possibilidade de capitalização de recursos do capital privado nacional e estrangeiros para o país, a alocação demasiada de capital público em projetos que poderiam usufruir capital privado e darem espaço para alocação em outros setores tão necessários como educação e saúde, como exemplos.

Outro ponto que merece atenção para a falta de recursos advindos do capital privado para o setor de infraestrutura, ocasionado pela histórica dependência de capital público, é a falta de atratividade das dívidas do setor para o mercado financeiro nacional.

E, por outro lado, a baixa atratividade do financiamento do capital privado no setor de infraestrutura também preocupa o próprio setor, pois caso o BNDES venha a reduzir ainda mais a sua participação no financiamento de longo prazo dos projetos de infraestrutura, dado que o

mercado nacional é subdesenvolvido quanto tratamos de títulos privados de longo prazo, urgirá o receio acerca da falta de capital para financiar o setor.

Para que haja sucesso dos mecanismos de captação de recursos introduzidos no mercado, mormente as debêntures incentivadas, é fundamental que haja uma colaboração e parceria entre setor público e privado. Como visto anteriormente, o BNDES vem em uma crescente redução do capital direcionado para o financiamento de projetos, mas também está os condicionando para à emissão de debentures incentivadas, uma vez que estas últimas dispõe de incentivos legais que tem o objetivo de propiciar a atratividade dos ativos e dentre outra políticas públicas com este fim.

Quando as empresas de capital aberto do setor de infraestrutura começam a gozar de benefícios e de capital advindo da renda fixa, o BNDES também permite com que estas empresas possuam mais recursos, com um custo operacional menor. Este movimento de “passar o bastão” do BNDES para o capital privado é o principal impulsionador do mercado de títulos privados.

Apesar de já ter sido dada a largada com relação a este movimento de transição da capitalização do capital público para o privado, ainda existem entraves que trazem gargalos para o desenvolvimento do mercado secundário no Brasil, como visto no tópico anterior, que representam um verdadeiro desafio à longo prazo.

Políticas como a criação do Novo Mercado de Renda Fixa, com o lançamento do Código de Regulação e Melhores Práticas para o Novo Mercado de Renda Fixa, em outubro de 2011, condição que vai de encontro com o pretendido na Lei nº 12.431/11, responsável por conceder benefícios fiscais para títulos de longo prazo, são não apenas bem-vindas, mas também essenciais para tornarem as emissões das debêntures incentivadas casa vez mais acessíveis, principalmente para os investidores individuais e não dotados do título de “qualificados”, mas também para os estrangeiros.

Em suma, observa-se que a Lei que introduziu as debêntures incentivadas veio como uma medida mais que necessária para fomentar o desenvolvimento de um mercado de longo prazo em setores essenciais para o Brasil, como é a infraestrutura, para que a nação passe a utilizar como instrumento para o seu custeio o capital privado. Havendo assim uma transformação, para que o setor não tenha mais a necessidade e dependência de capital público, que por consequência possibilita uma melhor gestão deste último.

Mas a Lei nº 12.431/11, mesmo sendo de grande avanço para este desenvolvimento, ainda não representa uma nítida garantia dos resultados almejados. Contudo, os resultados obtidos no período de sua vigência têm aumentado o otimismo do governo em relação à medida.

7 CONCLUSÃO

Este trabalho teve o objetivo principal de analisar as debêntures incentivadas e a sua participação no financiamento de infraestrutura de longo prazo do Brasil. Após levantar bibliografia composta por dados públicos divulgados, bem como trabalhos, notícias e artigos com tema semelhante, é possível concluir que estes títulos não cumpriram satisfatoriamente o objetivo inicialmente almejado. Isso se deve por fatores intrínsecos do dinamismo financeiro do mercado de capitais brasileiro, bem como as dificuldades enfrentadas para tornar as debêntures incentivadas uma alternativa atrativa e viável, se comparada ao financiamento público já predominante historicamente no país.

No entanto, mesmo com o exposto acima, é importante destacar que este título ainda é recente no Brasil, uma vez que implementado em 2012 e, portanto, não deve ser considerado um fracasso. As críticas aqui trazidas refletem os resultados de sua aplicação e a opinião de especialistas, visando a análise do comportamento do mercado brasileiro e possíveis meios de aprimoramento do título.

Os apontamentos realizados vão de encontro com a questão da institucionalização do setor de infraestrutura, que é representada por uma conjuntura de normas que visam regulamentar o setor e acabam tornando o cenário desfavorável para a utilização das debêntures incentivadas como uma alternativa para o financiamento do setor, que demanda um expressivo montante aplicado, envolvendo riscos complexos e incertezas a longo prazo.

Essa dificuldade se traduz nos altos custos na análise e elaboração de projetos, fazendo com que a capitalização via debêntures seja mais atrativa em momentos de menor risco econômico, tornando-as quase inviáveis em fases em que os projetos apresentam maior risco, como quando estão em fase de implementação. Portanto, por mais que as debêntures não representem um total fracasso, ainda é muito difícil de serem viáveis em certos momentos e, necessariamente, traduzem em uma necessária atuação estatal no fornecimento de capital e incentivos para que haja atração de investimentos de capital privado. Daí a necessidade de colaboração conjunta do Estado e do Mercado.

Mesmo diante do arrazoado, é inegável que a implementação de medidas que visam desenvolver o mercado de capitais através destes títulos estudados é um passo essencial para diversificar a fonte de financiamento das empresas e a mudança no cenário de dependência exclusiva do setor com o BNDES. Inegável que, ao reduzir as taxas de juros, há consequente elevação da atratividade de fontes de financiamento diversificadas pelas empresas, a cooperação entre o setor público e privado se torna novamente relevante para que se evite um

desequilíbrio prejudicial no desenvolvimento a longo prazo do setor. A alteração na atuação do BNDES, que historicamente desempenhou papel dominante para o setor, requer um minucioso cuidado e gestão, visto que o setor ainda é muito dependente dele.

Como visto no tópico 6, um dos principais entraves que devem ser analisados para o desenvolvimento de um mercado mais competitivo das debêntures de infraestrutura é a concorrência dessas debêntures com as Letras Financeiras do Tesouro (LTF), pois estes títulos detêm características específicas que atingem negativamente os prazos e a precificação dos títulos de Renda Fixa negociados no mercado, fatores que atrofiam a criação de um mercado de longo-prazo. Além disso, há necessidade de criação de políticas mais focadas no fortalecimento do mercado de longo prazo e na curva de rendimentos do Brasil, o que caracteriza uma necessidade de reestruturação em âmbito federal, para alcançar melhores objetivos de infraestrutura.

Mesmo que haja recentes medidas cujo papel é o desenvolvimento e atração do mercado neste setor, com foco no longo prazo, faz-se necessário a adoção de outras medidas, visto que as existentes parecem ainda não serem suficientes para todos os gargalos enfrentados. Para isso é necessário ao legislador não só compreender a aplicabilidade das debêntures de infraestrutura no mercado, como também pontuar os desafios trazidos pelos outros títulos públicos, principalmente os mais atrativos, como as LFTs, propiciando medidas que desenvolvam o ambiente do mercado de longo prazo tornando as debêntures incentivadas mais atraentes.

Diante de todo o exposto, faz-se crucial a coordenação da estratégia e da abordagem para que considerem os desafios complexos da institucionalidade do setor de infraestrutura e as características intrínsecas do mercado de Renda Fixa brasileira, mormente os títulos públicos, pois apenas com políticas estruturadas com base nos desafios específicos, dotadas de visão de longo prazo, é que o Brasil conseguirá alcançar desempenho equitativo entre capital público e privado investido no setor, promovendo assim robusto crescimento econômico e desenvolvimento de um mercado de capitais sólido e pujante.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). *Debêntures representam mais da metade do volume levantado no mercado de capitais no primeiro semestre*. 07 jul. 2022. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/debentures-representam-mais-da-metade-do-volume-levantado-no-mercado-de-capitais-no-primeiro-semester.htm>. Acesso em: 24 out. 2023.

_____. *Debêntures representam 65,7% das emissões no ano*. 08 nov. 2018. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-representam-65-7-das-emissoes-no-ano.htm>. Acesso em: 14 set. 2023.

BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO (BNDES). *Criação do BNDES*. 19. jun. 2017. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento/noticias/noticia/65_anos>. Acesso em: 20 out. 2023.

_____. *Perspectivas do investimento 2015-2018 e panoramas setoriais*. Rio de Janeiro, dez. 2014. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/2842/5/Perspectivas%20do%20investimen%20to%202015-2018%20e%20panoramas%20setoriais_atualizado_BD.pdf>. Acesso em: 20 out. 2023.

_____. *Relatório anual 2014*. Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Hotsites/Relatorio_Anual_2014/banco_desenvolvimento.html>. Acesso em: 20 out. 2023.

_____. *Taxa de juros de longo prazo – TJLP*. 2018. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/taxa-juros-longo-prazo-tjlp>>. Acesso em: 23 out. 2023.

_____. *Taxa de longo prazo – TLP*. 2018. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/tlp-taxa-de-longo-prazo>>. Acesso em: 25 out. 2023.

BORÇA JÚNIOR, Gilberto Rodrigues; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Analisando a crise do subprime. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez. 2008. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/8344/1/RB%2030%20Analisando%20a%20Crise%20do%20Subprime_P_BD.pdf>. Acesso em: 25 out. 2023.

BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de Lei nº 2.646, de 14 de maio de 2020*. Dispõe sobre as debêntures de infraestrutura; altera as Leis nºs 9.481, de 13 de agosto de 1997, 11.478, de 29 de maio de 2007, e 12.431, de 24 de junho de 2011; e dá outras providências. Brasília: Câmara dos Deputados, 2020. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2252649>>. Acesso em: 25 out. 2023.

____. Lei nº 12.715, de 17 de setembro de 2012. Altera a alíquota das contribuições previdenciárias sobre a folha de salários devidas pelas empresas que especifica; institui o Programa de Incentivo à Inovação Tecnológica e Adensamento da Cadeia Produtiva de Veículos Automotores, o Regime Especial de Tributação do Programa Nacional de Banda Larga para Implantação de Redes de Telecomunicações, o Regime Especial de Incentivo a Computadores para Uso Educacional, o Programa Nacional de Apoio à Atenção Oncológica e o Programa Nacional de Apoio à Atenção da Saúde da Pessoa com Deficiência; restabelece o Programa Um Computador por Aluno; altera o Programa de Apoio ao Desenvolvimento Tecnológico da Indústria de Semicondutores, instituído pela Lei nº 11.484, de 31 de maio de 2007; altera as Leis nº s 9.250, de 26 de dezembro de 1995, 11.033, de 21 de dezembro de 2004, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 10.865, de 30 de abril de 2004, 11.774, de 17 de setembro de 2008, 12.546, de 14 de dezembro de 2011, 11.484, de 31 de maio de 2007, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 10.406, de 10 de janeiro de 2002, 9.532, de 10 de dezembro de 1997, 12.431, de 24 de junho de 2011, 12.414, de 9 de junho de 2011, 8.666, de 21 de junho de 1993, 10.925, de 23 de julho de 2004, os Decretos-Leis nº s 1.455, de 7 de abril de 1976, 1.593, de 21 de dezembro de 1977, e a Medida Provisória nº 2.199-14, de 24 de agosto de 2001; e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília – DF, 18 set. 2012. P. 1, col. 1. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2012/lei/112715.htm>. Acesso em: 14 set. 2023.

CARNEIRO, Luciane; GÓES, Francisco. Giambiagi propõe opção à TLP em créditos do BNDES. *Valor Econômico (Globo)*, 01 ago. 2022. Disponível em: <<https://valor.globo.com/brasil/noticia/2022/08/01/giambiagi-propoe-opcao-a-tlp-em-creditos-do-bndes.ghtml>>. Acesso em: 23 out. 2023.

ELDER, Alexander. *Aprenda a operar no mercado de ações*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2006. Disponível em: <bit.ly/473ZfMg>. Acesso em: 23 out. 2023.

FINANCIAMENTO do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais. *Instituto de Estudos Para o Desenvolvimento Industrial*, Carta IEDI, Edição 850, 06 jun. 2018. Disponível em: <https://iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_850.html>. Acesso em: 25 out. 2023.

HAGSTROM, Robert G. *The Warren Buffett Way Abridged*. 1994.

MERCADO de capitais: desvende o que é e como funciona na prática. *Toro Blog*, 28 set. 2023. Disponível em: <<https://blog.toroinvestimentos.com.br/investimentos/mercado-de-capitais>>. Acesso em: 20 out. 2023.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA (BRASIL). *Emissão de debêntures incentivadas captou R\$ 4,5 bilhões em novembro*. 05 jan. 2023. Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/emissao-de-debentures-incentivadas-captou-r-4-5-bilhoes-em-novembro>>. Acesso em: 23 out. 2023.

OREIRO, José Luis da Costa. *Macroeconomia do desenvolvimento: uma perspectiva keynesiana*. Rio de Janeiro: LTC, 2016.

PAULA, Luiz Fernando de. O circuito 'finance-funding'. *Valor Econômico (Globo)*, 20 jan. 2015. Disponível em: <<https://valor.globo.com/opiniao/coluna/o-circuito-finance-funding.ghtml>>. Acesso em: 22 out. 2023.

____; FARIA Júnior, João Adelino de. Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 16, n. 1, p. 107-137, 2012. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/rec/a/RpNpQbPXwqLp3vHfHYcxq6M/?format=pdf&lang=pt>>. Acesso em: 25 out. 2023.

PEREIRA, Thiago Rabelo.; MITERHOF, Marcelo Trindade. Debêntures de infraestrutura: qual fração do custo fiscal é transferida aos projetos?. *Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES)*, ago. 2019. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/18601/3/TD_143__WEB_REV.pdf>. Acesso em: 25 out. 2023.

PROJECT finance em projetos de infraestrutura no Brasil: desafios e potenciais soluções. *Agência BNDES de Notícias*, 29 dez. 2022. Disponível em: <<https://agenciadenoticias.bndes.gov.br/blogdodesenvolvimento/detalhe/Project-finance-em-projetos-de-infraestrutura-no-Brasil-desafios-e-potenciais-solucoes/>>. Acesso em: 24 out. 2023.

ROCHA, Katia. Investimentos privados em infraestrutura nas economias emergentes: a importância do ambiente regulatório na atração de investimentos. *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada*, Rio de Janeiro, ago. 2020. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/10217/1/td_2584.pdf>. Acesso em: 24 out. 2023.

SANTANA, Wesley; KERCHER, Sofia. O que são debêntures, como funcionam e por que investir. *CNN Brasil*, São Paulo, 17 abr. 2023. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/economia/entenda-o-que-sao-debentures-e-como-funcionam/#:~:text=As%20deb%C3%AAntures%20s%C3%A3o%20t%C3%ADtulos%20de,aplicado%20somado%20ao%20rendimento%20informado>>. Acesso em: 20 out. 2023.

WAJNBERG, Daniel. Debêntures de infraestrutura: emissões realizadas e perspectivas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 41, p. 331-377, 2014. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/2604/1/RB%2041%20Debentures%20de%20infraestrutura_P.pdf>. Acesso em 24 out. 2023.

YAMAHAKI, Camila; BREVIGLIERI, Gustavo Velloso. Atração de investimentos privados para a infraestrutura no Brasil. *Revista de Administração Pública*, Fórum: Perspectivas Práticas. Fundação Getúlio Vargas – FGV, Rio de Janeiro, v. 56, p. 413-425, 19 abr. 2022. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rap/a/k4XK9LGYwGZqtCCTqRkfqhr/?lang=pt&format=pdf>. Acesso em 25/10/2023.

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO


Eu, César Catosso

discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 31965601, período NOTURNO, turma R, tendo realizado o TCC com o título: DEBÊNTURES INCENTIVADAS: O seu papel no financiamento de longo prazo da infraestrutura no Brasil sob a orientação do(a) Professor(a) Dra. Thaís Cíntia Cárnio, declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 09 de novembro de 2023.

DocuSigned by:



0BB74091E6A8410...

Assinatura do discente