

Debêntures: um instrumento de captação de recursos no mercado de capitais brasileiro

*Kleber Ávila Ribeiro**

*Uine Ingrid de Oliveira Costa***

*Jair Sampaio Soares Junior****

Resumo

Este artigo teve por objetivo mostrar como as debêntures podem cooperar para o financiamento de médio e longo prazos no momento de recessão econômica no Brasil, expondo a evolução e o alcance desse ativo dentro do mercado de crédito brasileiro. Em seguida, foram externados os impactos e a contribuição da Instrução 476/09 da Comissão de Valores Mobiliários (ICVM 476/09). O trabalho procurou trazer uma alusão à Lei Federal 12.431/11, que trata das “Debêntures Incentivadas”, e às medidas que o governo, junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), tem implementado para o desenvolvimento de infraestrutura do país, por meio da participação privada, e o quanto isso tem repercutido positivamente no mercado de capitais. Por fim, a partir da apreciação dos dados, foi visto que o mercado está em crescimento gradativo com relação a outras opções de investimento e vem se tornando uma alternativa promissora no âmbito da captação de recursos e no financiamento do capital de giro.

Palavras-chave: Debêntures. Mercado de capitais. BNDES. ICVM 476/09.

* Economista, especialista em docência do ensino superior, MBA em gestão de cooperativas, mestrando em Planejamento e Gestão Social no CIAGS UFBA. Professor auxiliar da Universidade do Estado da Bahia – Uneb, vinculado ao colegiado de Direito, *campus* XIII, Itaberaba, BA. E-mail: ribeirokleber68@gmail.com

** Analista de Recursos Humanos da Empresa Reformadora e Distribuidora de Pneus Roda Viva Ltda. Pós-graduada em docência do ensino superior pelo Centro Universitário Leonardo da Vinci, Uniaselvi. E-mail: uinecosta@gmail.com

*** Doutor (2010) e Mestre (2004) em Administração pela Universidade Federal da Bahia, consultor *ad-hoc* do Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira. Professor adjunto da Universidade Federal da Bahia, professor da Universidade Católica do Salvador e Estatístico da Universidade Federal da Bahia. E-mail: jairsoaresjr@yahoo.com.br

<http://dx.doi.org/10.5335/rtee.v25i52.10246>

Submissão: 13/11/2019. Aceite: 04/05/2020.

Introdução

Embora haja divergências quanto à forma, à velocidade e à intensidade, o discurso que se difunde é que o caminho para o crescimento da economia está na ampliação do comércio e da atividade econômica em si, tendo como consequência o alcance dos objetivos macroeconômicos: distribuição de emprego e renda, crescimento econômico, inflação, balanço de pagamentos, etc. No Brasil, embora o país apresente uma organização no seu aspecto institucional, o mercado de capitais nacional ainda se encontra em evolução, ora pela carência de opções que atendam ao interesse do investidor, ora pela cultura dos brasileiros de não investirem, como se pode evidenciar na Tabela 1, opção esta justificada por uma questão cultural, falta de informação ou até mesmo pela falta de recursos ou hábito. Do mesmo modo, há captação de fundos no exterior por entidades que ainda veem no endividamento externo um mecanismo de financiamento das suas atividades.

Tabela 1 – Distribuição da participação de homens e mulheres no total de investidores de pessoa física (2002 – 2017)

Ano	Homens		Mulheres		Total PF
	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade
2002	70.219	82,37	15.030	17,63	85.249
2003	69.753	81,60	15.725	18,40	85.478
2004	94.434	80,77	22.480	19,23	116.914
2005	122.220	78,76	32.963	21,24	155.183
2006	171.717	78,18	47.917	21,82	219.634
2007	344.171	75,38	112.386	24,62	456.557
2008	411.098	76,63	125.385	23,37	536.483
2009	416.302	75,37	136.062	24,63	552.364
2010	459.644	75,24	151.271	24,76	610.915
2011	437.287	74,98	145.915	25,02	583.202
2012	438.601	74,70	148.564	25,30	587.165
2013	440.727	74,79	148.549	25,21	589.276
2014	426.322	75,57	137.794	24,43	564.116
2015	424.682	76,23	132.427	23,77	557.109
2016	433.759	76,90	130.265	23,10	564.024
2017	463.091	77,21	136.659	22,79	599.750

Fonte: elaboração dos autores com base em Empiricus (2017).

Dentre essas opções, a debênture faz parte desse universo e, apesar de ter características parecidas com as aplicações de renda variável, é um título de renda fixa, um título de valor mobiliário emitido por sociedades por ações decorrentes de seu endividamento, que assegura aos seus detentores o direito de crédito contra a companhia emissora.

Nesse contexto, o presente artigo direcionou-se à elucidação da seguinte questão: de que modo a emissão de debêntures pode contribuir para o financiamento de médio e longo prazos das empresas emissoras no momento de recessão econômica no Brasil? Vale destacar a importância de compreender como a emissão das debêntures contribui para o crescimento da economia brasileira.

A grande vantagem das debêntures é a sua flexibilidade, haja vista que se adequam às conveniências da empresa, sejam elas a quitação de uma obrigação ou até a remuneração do capital investido. O fato é que as entidades enxergam nas debêntures um meio de se tornarem mais competitivas dentro do mercado em que atuam, como em expansão da capacidade produtiva, análise de mercado, oferecendo serviços e produtos de qualidade, marketing, aberturas de filiais, etc., resultando na geração de mais emprego, mais renda e maior arrecadação.

O objetivo geral deste trabalho foi a análise das contribuições da emissão de debêntures no tocante à captação de recursos e ao aumento do investimento privado no setor de infraestrutura no Brasil. Para nortear esse objetivo, foram traçados os seguintes objetivos específicos: destacar alguns aspectos potenciais e os desafios enfrentados pelo mercado de debêntures no Brasil; levantar os aspectos da instrução da Comissão de Valores Mobiliários (ICVM 476/09) e o estudo das características e dos efeitos dessas; traçar o perfil dos investidores; verificar quais são as garantias e os riscos desse mercado.

O investimento em debêntures envolve riscos, o maior deles é o risco de crédito, ou seja, é quando a empresa não consegue pagar o valor investido ao debenturista. Por isso, é necessário o auxílio de especialistas, pois esse tipo de investimento não tem proteção do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Além do risco de crédito, outros tipos de risco poderão vir a comprometer a rentabilidade do ativo, como: a) risco financeiro – quando a empresa perde sua capacidade de pagamento e não consegue arcar com seus compromissos; b) risco de juros – quando ocorre alteração da taxa de juros e o investimento deixa de ser interessante; e c) risco cambial – quando a empresa apresenta grande correlação com o câmbio, isso pode vir a comprometer a empresa em honrar seus compromissos.

Mercado financeiro e de capitais: aspectos conceituais e estruturais

Perspectivas do mercado financeiro: o Brasil e a nova agenda do governo

O que se pode afirmar hoje é que não se pode prever com exatidão que rumos tomará o mercado financeiro no Brasil, haja vista que uma gama de variáveis externas e internas podem impactar profundamente nos rumos a serem tomados. Sabe-se que o país vem passando por momento conturbado, tanto do ponto de vista econômico quanto do político-institucional, e, com as reformas propostas na agenda do atual governo, é provável que o mercado financeiro sofra ainda mais, com desempenho negativo da bolsa e alta na taxa de juros da economia, o que traria consequências desastrosas no âmbito macroeconômico.

Conhecendo o Sistema Financeiro Nacional

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é composto por instituições financeiras públicas e privadas e instrumentos financeiros, com o objetivo de transferir recursos dos agentes econômicos (pessoas, empresas, governo) superavitários para os deficitários, evidenciando sua função econômica e social. Em 1964, o SFN foi estruturado e regulamentado, a partir da Lei de Reforma Bancária, e, logo depois, em 1965, ocorreu a reforma do mercado de capitais, com a implementação da Lei do Mercado de Capitais. Esse referido mercado ainda continua passando por profundas mudanças, para acompanhar as exigências impostas pelo capital financeiro internacional, sobretudo com o avanço do processo de globalização nos idos do início da década de 1990.

O mercado de capitais no Brasil pode ser entendido como um sistema de entidades, regras, leis, procedimentos e tecnologias para negociação de documentos que são investimentos em dinheiro ou bens que podem ser avaliados monetariamente, por meio de uma aquisição pública que visa à geração de recursos para financiar projetos, sendo este um instrumento fundamental para o desenvolvimento do país. Destarte, é indispensável em duas concepções.

Contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como um propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada: e permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, permitindo a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados da economia (PINHEIRO, 2001, p. 87).

A partir da criação da Lei do Mercado de Capitais, o Banco Central passou a ser dotado de funções disciplinadoras e fiscalizadoras do mercado, atribuições essas delegadas à Gerência de Mercado de Capitais (GMEC). Em 21 de setembro de 1988, criou-se a Resolução de nº 1.524, a fim de organizar de forma simples a administração das instituições financeiras, estas passaram a ter autorização de bancos múltiplos, uma grande mudança no mercado financeiro. Os bancos comerciais, bancos de desenvolvimento, sociedades de crédito imobiliário e sociedades de crédito, financiamento e investimento passaram a ter personalidade jurídica, organizando-se em uma única instituição, além de oferecer diferentes serviços financeiros. O governo passou a criar ações que estimulassem o crescimento do setor financeiro (regulação, organização das atividades e dos serviços ofertados pelos bancos, redução das barreiras à entrada de novas instituições financeiras), e isso foi motivo de comemoração por parte dos banqueiros, já que essas ações contribuíram para o crescimento dos lucros. Hoje, o mercado continua buscando formas de incentivar ascensão econômica, seja nas empresas e nos investidores, seja na criação de benefícios relacionados à carga tributária (isenção fiscal) e outros.

O mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municiado de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento (ASSAF NETO, 2003, p. 102).

De fato, existem várias opções para uma empresa captar recursos em médio e longo prazos, destinados a investimentos, projetos, ou até mesmo apenas como um alongamento de dívida no mercado financeiro, uma delas é pela abertura do capital, que acontece quando há a transformação do capital social em ações. Podendo ser ações fechadas, em que seus títulos são negociados apenas pelos acionistas, ou abertas, no momento em que há o registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e a oferta destas publicamente no mercado de capital. Mas, ao fazê-lo, a empresa tem que levar em consideração os prós e os contras, necessitando de um planejamento forte, além de toda a burocracia (solicitar o pedido de autorização

para negociar suas ações no mercado, solicitar a distribuição de novos valores mobiliários através da subscrição pública, etc.) por parte da CVM. Outra alternativa seria a emissão de debêntures, uma obrigação que a empresa levanta com o investidor e paga um percentual de rentabilidade por esse investimento. “Toda decisão de investimento que promove um retorno maior que seu custo de capital cria valor (riqueza) aos seus proprietários” (ASSAF NETO, 2003, p. 221). Ao emitir debêntures, a empresa tem acesso ao capital mais barato, pois, ao contrário dos empréstimos que têm taxas absurdas, ela determina quando pagar, como pagar e as taxas de juros que serão usadas na remuneração dos investidores. Isso geraria um aumento no volume de debêntures emitidas e, conseqüentemente, um investimento por parte das empresas em suas atividades, pois, ao pagar menos juros à entidade, poderá investir capital na contratação de colaboradores, aumentar a produção, propiciando seu crescimento e desenvolvimento econômico, refletindo diretamente no mercado de capitais. O crescimento e o desenvolvimento da economia resultam em benefício para um todo, gerando mais empregos, renda e arrecadação. Esse aumento só pode ser concretizado se existir investimentos em prol disso.

Estrutura do mercado financeiro

No Brasil, o mercado financeiro possui uma estrutura fragmentada em quatro grandes segmentos voltados para intermediação financeira, conforme disposto na Figura 1, são eles: o mercado monetário, o mercado de crédito, o mercado de capitais e o mercado cambial.

Figura 1 – Estrutura do mercado financeiro



Fonte: elaboração dos autores com base em Assaf Neto e Lima (2014).

O **mercado monetário** é um segmento do mercado financeiro no qual são realizadas as operações de curto e curtíssimo prazos, o que possibilita o controle da liquidez monetária da economia. Todas as operações realizadas nesse segmento do mercado financeiro são lastreadas pelos títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, destinam-se à execução da política monetária do governo, bem como aqueles emitidos com objetivo de financiar as necessidades orçamentárias da União, bem como outros títulos emitidos pelos estados e municípios.

O **mercado de crédito**, em sua essência, é composto por bancos múltiplos e comerciais, tendo por finalidade atender as demandas dos diversos agentes econômicos atuantes no mercado. As operações realizadas nesse segmento são de curto e médio prazos, por meio da concessão de crédito às pessoas físicas e por modalidades de financiamentos e empréstimos para organizações.

O **mercado de capitais** tem papel importante na geração de riqueza e no desenvolvimento econômico do país, pois é a grande fonte de recursos de longo prazo para investimentos da economia. Tem atuação forte na intermediação financeira, com vistas à captação de recursos dos agentes superavitários e os deficitários demandantes de recursos de longo prazo. As operações realizadas nesse segmento do mercado financeiro são realizadas por diversas modalidades de financiamento de longo prazo, seja para capital de giro ou investimento em bens de capital. As operações são realizadas por prazo indeterminado.

O **mercado cambial** é considerado o segmento responsável pelas operações de compra e venda de moedas estrangeiras conversíveis. Esse segmento do mercado financeiro envolve todos os agentes econômicos com motivos para realizar operações com o exterior, são eles: importadores, exportadores, investidores e instituições financeiras.

Ambiente financeiro brasileiro

Diante da complexidade com que se desenvolve o ambiente macroeconômico do mercado financeiro, o administrador financeiro passou a preocupar-se com as questões atinentes às finanças corporativas, buscando oportunidades de investimentos capazes de proteger os ativos de suas corporações, com vistas a mitigar os riscos para auxiliar na tomada de decisões financeiras. Para isso, tornou-se condição *sine qua non* entender como se dá o funcionamento dos mercados, a sua composição

e os rendimentos dos instrumentos financeiros e o comportamento esperado das políticas econômicas.

As instituições financeiras realizam dentro do mercado operações de intermediação financeira, que tem por finalidade canalizar recursos dos agentes financeiros superavitários para os deficitários. As instituições financeiras promovem a interação entre os agentes econômicos (unidades familiares, empresas, governo, organizações, etc.) que possuam disponibilidade de caixa para formação de poupança e aqueles que necessitam de crédito, conforme demonstrado na Figura 2. O objetivo da intermediação financeira é conciliar os interesses desses agentes econômicos superavitários em aplicar seus excedentes (poupança) e dos agentes deficitários demandantes de recursos.

Figura 2 – Intermediação financeira



Fonte: elaboração dos autores com base em Assaf Neto e Lima (2014).

Uma instituição financeira pode atuar na intermediação de forma direta, atuando por conta própria, realizada geralmente por bancos comerciais; ou de forma auxiliar (indireta), quando age em nome de terceiros. A instituição capta recursos no mercado pagando uma remuneração (juros) aos investidores. Com os recursos levantados, efetua operações de empréstimos, cobrando uma taxa de juros. A diferença entre a taxa de juros cobrada dos tomadores de crédito e a paga aos aplicadores é denominada spread. O spread deve cobrir todas as despesas e risco dos negócios realizados e remunerar a atividade de intermediação financeira (ASSAF NETO; LIMA, 2014, p. 19).

Outra forma de intermediação financeira utilizada pelas instituições financeiras é a direta. Nesse caso, as instituições auxiliam tanto tomadores quanto aplicadores de recursos na realização de operações financeiras, negócios e investimentos, não atuando como parte direta da operação, não captam e nem aplicam diretamente recursos. Para a consecução desse tipo de serviço, é cobrada uma comissão pelos serviços prestados. Geralmente, esse tipo de transação ocorre no âmbito das bolsas de valores, as operações são de longo prazo, como emissão de títulos de dívida (debêntures, por exemplo), e prazo indeterminado, como as ações.

Debêntures: características, formas, espécie, garantias e rendimentos

Segundo a BM&FBOVESPA (B3, 2018, não paginado), debêntures podem ser definidas como:

É um título de dívida que gera um direito de crédito ao investidor. Ou seja, o mesmo terá direito a receber uma remuneração do emissor (geralmente juros) e periodicamente ou quando do vencimento do título receberá de volta o valor investido (principal). No Brasil, as debêntures constituem uma das formas mais antigas de captação de recursos por meio de títulos.

Em seu artigo 52, a Lei nº 6.404/76, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas, dispõe sobre debêntures, afirma que elas podem ser emitidas exclusivamente pelas “companhias” e institui que é obrigatória a expedição da Escritura de Emissão, em que ficam estabelecidos direitos e deveres da empresa emissora e dos debenturistas. Versando sobre os riscos, o maior seria o de crédito, ou seja, da entidade emissora não honrar com o compromisso, logo, é essencial a intervenção de um agente fiduciário, este é uma pessoa autorizada e responsável por representar os direitos dos debenturistas perante a empresa e, no caso de inexecução, tem autonomia para solicitar a solvência da empresa.

Características

As debêntures podem ser negociadas por meio da oferta pública, regidas pela instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, ou pela instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, sendo esta privada, ou seja, são oferecidas diretamente aos investidores pelas entidades financeiras no mercado de bolsa e de balcão organizado. A CVM esteve diretamente ligada à instrução nº 476, seu objetivo principal é possibilitar o acesso ao mercado de capitais a todos, fornecendo informação segura e transparente aos investidores e, assim, alavancando a economia do país. No ano de 2010, foi registrado, pela **Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (Anbima)**, um crescimento nas emissões de debêntures, esses ativos representaram a captação de 7,7 bilhões, 58,9% dos títulos de renda fixa. No mesmo ano, a Anbima formulou uma proposta para estabelecer um padrão nas escrituras de debêntures quanto a:

- a) **Forma:** as debêntures podem ser classificadas em dois tipos, as nominativas, em que são emitidos certificados em nome do titular e o registro e controle das transferências são realizados pela empresa emissora em livro próprio; e a escritural, que não possui certificados representativos, ou seja, a escrituração é feita por uma instituição financeira autorizada pela CVM para prestar tais serviços e designada pela emissora.
- b) **Espécie ou tipo:** a classificação está ligada diretamente à condição em que serão pagos os juros das debêntures, sendo eles:
- simples: é efetuado o pagamento como qualquer outro investimento de renda fixa, sendo os juros em forma de dinheiro;
 - conversíveis: dão o direito de receber os juros em forma de ação daquela empresa emissora;
 - permutáveis: podem ser transformadas em outros bens da empresa ou até mesmo em ações de outra empresa que não a emissora dos títulos;
- c) **Garantias:** as debêntures não possuem proteção pelo FGC, porém, existem alguns mecanismos de proteção, podendo ser emitidas com ou sem garantia ao investidor:
- garantia real – a mais segura, envolvendo o comprometimento de bens ou direitos que não poderão ser negociados sem a aprovação dos debenturistas, para que a garantia não fique comprometida;
 - garantia flutuante – assegura privilégio geral sobre o ativo da emissora, mas não impede a negociação dos bens que compõem esse ativo;
 - quirografárias ou sem preferência: a mais arriscada (debênture sem privilégio), em que o investidor concorre em igualdade com os outros credores da empresa;
 - subordinadas: na liquidação da companhia, no pagamento de suas obrigações com os credores, o investidor recebe o dinheiro antes dos acionistas da empresa;
 - fidejussória: espécie de fiança; nesse caso, se a empresa vier a falir, os acionistas podem ser cobrados pelo prejuízo, além da preferência em relação à lista de credores acima inclusive da subordinada;
- d) **Rendimentos:** as debêntures são produtos de renda fixa e se assemelham com o tesouro direto, podendo ser:
- **prefixados:** em que a rentabilidade do título é determinada no ato da emissão, ou seja, você saberá exatamente o valor que receberá no final do investimento;

- **pós-fixados:** a rentabilidade do título está vinculada a um indexador, como o CDI ou a Taxa Selic, nesses casos você só conhecerá o rendimento no vencimento das debêntures;
- **híbridos:** a modalidade híbrida é uma junção entre o pré e o pós, existe a taxa de juros combinada mais o percentual do indexador.

Evolução histórica no mercado brasileiro

A emissão das debêntures no Brasil pode ser dividida em dois grandes períodos, antes e depois da criação da CVM. Até meados da década de 1970, não existia uma entidade que presidisse e controlasse as atividades do mercado financeiro. O que havia era um endividamento das empresas junto aos bancos, os títulos superavam os valores fixados, os investidores não conheciam os riscos e o governo sofria com a dificuldade da captação de recursos. Com a Proclamação da República, em 1889, o governo viu a necessidade de adoção de políticas mais duras, a fim de limitar a emissão desses títulos, tornando mais flexível apenas para empresas atadas à implantação de projetos sociais e de infraestrutura.

Em 7 de dezembro de 1976, pelas Leis nº 6.385/76 e nº 6.404/76 (mais tarde alterada pela Lei nº 9.457/97, em vigor), criou-se a CVM, com os objetivos de disciplinar, estimular, regulamentar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil, facilitando o acesso ao mercado e tornando-o mais atrativo.

Nos anos que se encaminham, o mercado de debêntures foi marcado por muitos fatores que limitavam e estimulavam seu crescimento. Em 1986, foi criado o Sistema de Liquidação e Custódia (Cetip), que funcionava como um órgão mediador, que assegurava veracidade no cumprimento dos procedimentos adotados, além de apurar as infrações da norma. Mais tarde, em 1988, foi criado o Sistema Nacional de Debêntures (SND), que, por sua vez, oferecia um vasto portfólio de debêntures, desde a emissão até a escritura. Ambos tiveram influência muito significativa nos mercados primários e secundários. A partir de 1994, o Brasil conquistou a tão sonhada estabilidade econômica e política, oriunda da criação do Plano Real. O país entrou no período chamado de “milagre brasileiro”, justificado com a volta do capital estrangeiro no país, o PIB cresceu 10% ao ano, havia empréstimos acessíveis e juros baixos, o mercado de debêntures tornou-se a opção mais vantajosa e fundamental para a captação de recursos.

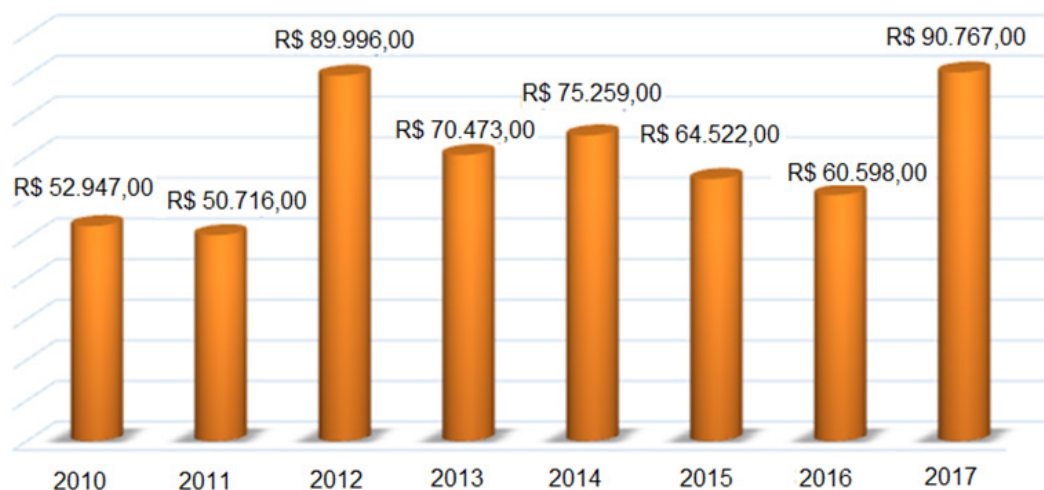
Em meados do ano 2000, o mundo passava por diversos eventos (Crise do México – 1995; Crise da Ásia – 1997; Crise da Rússia – 1998; Ataque de 11 de setembro – 2001; e Crise da Argentina – 2001), ecoando retração no mercado. Passado esse ciclo, houve uma retomada de crescimento no mercado de capitais em 2009, sendo que as emissões de debêntures representaram 9% do PIB. As debêntures tinham um propósito de captação de recursos por meio das operações de *leasing* (aluguel de bens da empresa para terceiros), em que os bancos, mediante empresas de arrendamento mercantil, usavam-nas como “lastro de operações comprometidas” e, assim, inibiam as emissões de Certificado de Depósito Bancário (CDB). Com o objetivo de conter a emissão das debêntures de operações de *leasing*, o Banco Central, em 2008, criou o recolhimento de depósito compulsório sobre essas operações, posteriormente, em 2012, a contribuição ao FGC e, em 2016, a cobrança do Imposto sobre Operações de Crédito (IOF), refletindo uma redução nas emissões.

Mercado de debêntures na contemporaneidade

O mercado de debêntures brasileiro está em crescimento gradativo em relação a outras opções de investimento. Há diversos fatores que contribuem com esse cenário, desde falta de padronização dos contratos, transparência de informações, garantias e riscos, até definição das taxas de rendimento. Outro ponto é a carência de investidores do ativo, que hoje ainda é formada por aqueles chamados de “investidores institucionais”, que aplicam em instituições financeiras, fundos de investimentos e pensão.

Segundo a Anbima, em 2017, as empresas arrecadaram cerca de R\$ 90,8 bilhões com as operações de debêntures, conforme evidencia o Gráfico 1. Isso representa um salto exponencial de 49,8% nas emissões em comparação ao ano de 2016, o maior número registrado de emissão desde a criação da associação em 2002. O fato é que as debêntures, apesar de não serem tão popularizadas, sempre foram um dos precípuos ativos utilizados pelas entidades para captação de recursos no mercado brasileiro, principalmente no que tange aos menores custos em paridade a empréstimos bancários.

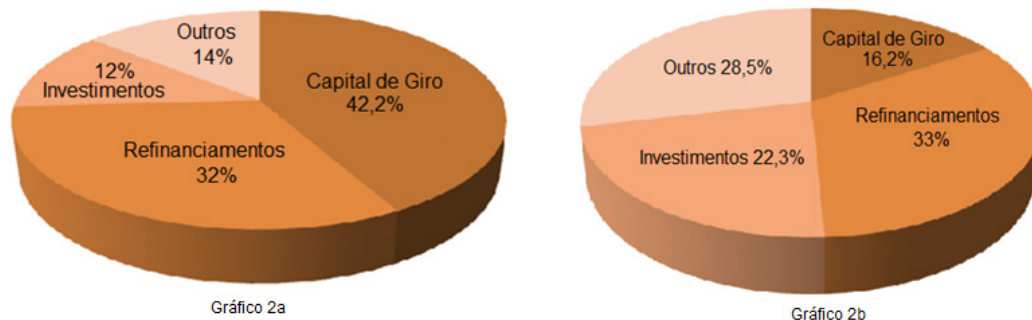
Gráfico 1 – Comércio de debêntures: evolução de 2010 a 2017



Fonte: elaboração dos autores com base em dados da Anbima (2018).

Ao longo dos anos, foi observado que houve uma variação de comportamento em relação à alocação dos recursos obtidos (Gráfico 2-a), 42,2% dos fundos, em 2017, foram destinados para o capital de giro das empresas emissoras (estão sendo usados para financiar a continuidade das suas atividades, compra de matéria-prima ou mercadorias, salários, fornecedores, despesas, etc.), uma diferença bem acentuada em paralelo ao exercício anterior, que chegou a 16,2% (Gráfico 2-b) do valor arrecadado. Isso denota uma preocupação por parte das empresas, que estão preferindo captar fundos no mercado interno, reduzindo o risco cambial. Num cenário de instabilidade econômica, essas ações refletem positivamente quando tratamos da expansão de produção, criação de emprego e renda. Ainda considerando os números do Gráfico 2a, o levantamento da Anbima mostrou que 12,2% desses haveres foram direcionados a investimentos e 32,1% relacionaram-se ao refinanciamento do passivo, isto é, pagamento de fornecedores, empréstimos, encargos tributários, incluindo multa e juros, dívidas fiscais e previdenciárias, entre outros.

Gráfico 2 – Alocação de recursos referentes aos anos de 2016 e 2017



Fonte: elaboração dos autores com base em dados da Anbima (2018).

Recentemente, a Anbima e a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) fizeram um estudo “buscando desvendar os efeitos concretos para a economia do fortalecimento e desenvolvimento do mercado de capitais” (ANBIMA, 2018, não paginado). Com isso, o relatório traz um cenário futuro de aumento extra do PIB *per capita* de 12% e geração de 2 milhões de empregos em 5 anos no Brasil, partindo do pressuposto de as empresas terem acesso às “fontes privadas para financiamentos de longo prazo”. Foram avaliados dados de países que possuem o mercado de capitais desenvolvido, e este foi um dos fatores que justificou sua ascensão econômica. O estudo também traz uma perspectiva de crescimento de 21% ou R\$ 294 bilhões nos investimentos em infraestrutura entre 2018 e 2022.

Perfil do investidor

No âmbito dos investimentos, costuma-se definir três perfis básicos de investidores: conservadores, moderados e dinâmicos. Quando o investidor determina seu perfil, ele estabelece também uma estratégia de investimentos, claro, isso não significa que sua escolha não varie com o tempo ou a necessidade, e sim que a estratégia escolhida é a que lhe faz se sentir seguro no momento. O perfil do investidor está ligado diretamente aos fatores de liquidez, segurança e rentabilidade (sendo que a liquidez representa a disponibilidade de dinheiro, a segurança seria o nível de risco e a rentabilidade, o retorno do capital investido), que, na economia,

são definidos como o “tripé dos investimentos”. Ao considerar a lei da oferta e demanda, entende-se que o investidor, no processo de decisão, sempre dispensará um desses fatores, por exemplo: o investidor conservador é aquele que escusa o retorno maior, pois prefere a liquidez e a segurança do investimento. O moderado é aquele indivíduo que opta pela segurança e também em correr um risco médio, geralmente sua estratégia é aplicar seus recursos em investimentos com risco mínimo ou moderado. Já o dinâmico é aquele mais experiente, ele não está apegado à liquidez imediata e assume os riscos do negócio, seu objetivo maior é a rentabilidade. O mercado de debêntures atende todo o público de investidores. Desde aquelas emissões aos chamados “investidores qualificados”, estes têm no mínimo um milhão em aplicações financeiras, até aqueles investidores mais comuns, como exemplo os fundos de investimentos (Fundos de Renda Fixa e Fundos Balanceados), que podem ter valores de aporte inicial menor que o valor de uma debênture. Ambos terão a cobrança do imposto de renda (IR) sobre seus dividendos, exceto nas debêntures incentivadas, que são livres do IR e serão abordadas na próxima seção.

Debêntures incentivadas

As debêntures incentivadas foram criadas pela Medida Provisória nº 517, em dezembro de 2010, e, em seguida, revertida na Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, trazendo em suas diretrizes a ampliação dos financiamentos em longo prazo no âmbito dos incentivos aos projetos de infraestrutura. Em linhas gerais, as debêntures tidas como “incentivadas” ou de infraestrutura, opostas às comuns que obedecem à tributação regressiva (alíquota é variável conforme o ciclo de aplicação), garantem aos seus investidores redução ou isenção total do IR sobre os dividendos do capital, produzindo, assim, um estímulo à participação privada, além de promover o desenvolvimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, da economia brasileira.

Para usufruir desses benefícios, as debêntures incentivadas devem respeitar algumas diretrizes, como: oferta pública; longo prazo (superior a quatro anos); não permitir revenda, recompra ou reajuste; remuneração pré-fixada (vinculada a um índice de preços ou à taxa referencial-TR); rendimentos pagos em intervalo mínimo de 180 dias; e a entidade emissora deverá estabelecer junto ao órgão regulador a natureza do projeto e do título e emitir um termo afirmando qual a destinação dos fundos. Mas seria esse o único benefício das debêntures incentivadas?

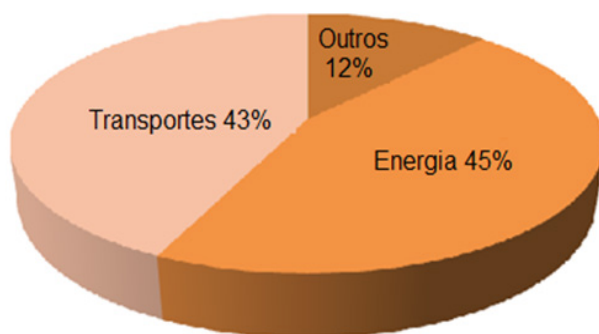
Como dito, além da isenção do IR, as debêntures proporcionam aos seus investidores ganhos acima da poupança e do tesouro direto e diversificação de risco, ou seja, aquela velha história “não ponha os ovos numa cesta só” é uma boa “ideia”. Por exemplo, a diversificação pode ser um grande mecanismo de maximização de retorno, possibilitando ao investidor analisar fundos de investimentos, criar sua própria carteira de ações e diminuir riscos através da alocação de capital em ativos que se comportam distintos num mesmo cenário.

Concernente ao social, as debêntures incentivadas são um instrumento útil e necessário para o desenvolvimento da infraestrutura do país, proporcionando qualidade de vida à população, e a eficiência dos setores de produção, de transportes e comunicação. Com a criação da Lei nº 12.431/11, houve um estímulo na emissão dos títulos privados vinculados aos projetos de pesquisa, desenvolvimento, inovação e infraestrutura. Outrora esses investimentos estavam sob responsabilidade direta do poder público, que atuava através dos recursos oriundos dos bancos de investimentos promovendo a expansão dos setores, passando então a haver uma descentralização de demanda, proporcionando competência e eficácia na prestação dos serviços públicos desses setores.

Hely Lopes Meirelles (2003, p. 131) define que: “Serviço público é todo aquele prestado pela Administração ou por seus delegados, sob normas e controles estatais, para satisfazer necessidades essenciais ou secundárias da coletividade ou simples conveniência do Estado”. Isso significa que o Estado, apesar da responsabilidade da prestação do serviço, pode fornecê-lo de forma indireta, a partir das “parcerias”, mas sem abrir mão do controle e da fiscalização. As empresas Algar Telecom (empresa de telecomunicação) e Ventos de São Clemente Holding (empresa ligada à geração de energia elétrica a partir de fontes renováveis) são exemplos dessa “parceria”, pois, no ano de 2017, juntas, movimentaram cerca de 462 milhões, ampliando o número de captação de recursos na área de infraestrutura para 1,3 bilhão no país. Dados divulgados pela Anbima em particular, conforme posto pelo Gráfico 3, reforçam que, nos últimos cinco anos, o setor de energia concentrou a maior parte dos recursos auferidos com a emissão das debêntures incentivadas no país, totalizando 44,7%, posteriormente, o de transporte, com 42,9%; bem pulverizados os segmentos de comunicação, saneamento, aviação civil e portos, esses com 12,4% dos fundos apurados. Com a crise hidrológica de 2012, o Brasil passou a tomar iniciativas direcionadas aos programas de energia renovável. Os recursos

obtidos vêm sendo usados como meio de capital de giro pelas empresas emissoras, para financiamento dos projetos na área.

Gráfico 3 – Emissões de debêntures por setor: ano de 2017



Fonte: elaboração dos autores com base em dados da Anbima (2018).

O setor de energia renovável conta ainda com o incentivo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) que determina as condições e acessórias. Recentemente, o BNDES (2018) anunciou a criação de uma linha permanente o “**Finame Energia Renovável**”, com o intuito de subsidiar os investimentos em energias renováveis. Serão aplicados inicialmente R\$ 2 bilhões, com isso, as pessoas físicas ou jurídicas poderão financiar 100% dos equipamentos com prazo de até 120 meses e carência de até 24 meses. O desempenho no setor elétrico fundamenta-se na qualidade de crédito, isso gera para o investidor um sentimento de segurança, já que há certa qualidade nas entidades que atuam nesse segmento. Ainda que o mercado tenha muitas limitações, as empresas estão vendo as debêntures como um meio de financiamento para seus projetos, e, com todos os dados levantados até este momento, as debêntures de infraestrutura estão sim consolidadas dentro do mercado de capitais.

Metodologia

O itinerário metodológico obedeceu ao que se segue: o método científico usado para desenvolver a presente pesquisa é o indutivo, que “parte de princípios reconhecidos como verdadeiros e indiscutíveis e possibilita chegar a conclusões de maneira puramente formal, isto é, em virtude unicamente de sua lógica” (GIL, 2008,

p. 9). Assim, observou-se que a emissão de debêntures gerou variação positiva e impactos dentro da economia brasileira. Optou-se por utilizar a pesquisa descritiva neste projeto, fundamentado em estudar as particularidades das debêntures, os tipos, a avaliação de riscos, a evolução e a análise dos fatos a partir da sua origem.

Em relação à natureza da abordagem aplicada, foi apresentada a análise qualitativa, buscando transcrever percepções e entendimentos a partir da questão problema da pesquisa, abrindo espaço para a interpretação através de obras bibliográficas. Destarte, Martins e Theóphilo (2007, p. 135) dizem que as pesquisas qualitativas “[...] pedem descrições, compreensões e análises de informações, fatos, ocorrências que naturalmente não são expressas por números”. Assim, a pesquisa qualitativa possibilitou à pesquisadora o uso de diversos métodos de coleta de dados, viabilizando a adaptação deles sempre que necessário.

A natureza da exposição do objeto foi realizada a partir da base teórica e conceitual de outros autores, embasada em fatos colhidos, analisando conceitos e ideias, não implicando intervenção direta na realidade, pois se trata de um artigo de revisão, suplantado pelas fontes bibliográficas (artigos científicos e monografias que abordam o assunto, periódicos, livros de cunho acadêmico, anais de eventos técnicos científicos, etc.) e eletrônicas (*sites* de natureza contábil e econômica, *e-books*, revista eletrônica do Conselho Federal de Contabilidade, associações, portais de notícias, e Google Acadêmico).

Considerações finais

Com intuito de se estabelecer a eficácia das contribuições das debêntures no tocante aos financiamentos de médio e longo prazos das empresas emitentes, foi traçada uma linha temporal analisando a evolução desse investimento a partir das grandes mudanças no mercado de crédito brasileiro. A partir dos dados expostos, é possível constatar que a criação do Plano Real, vinculada às medidas de incentivo propostas pelo governo nos anos que se seguiram (redução das taxas de juros desses ativos, criação das incentivadas, entre outras), possibilitou um aumento no número de emissão das debêntures e, em consequência, o crescimento do PIB. Assim, as empresas passaram a emitir títulos privados mais competitivos e diversificados, alcançando uma carteira maior de investidores.

Com a criação das debêntures incentivadas, o governo passou a estimular o desenvolvimento sustentável, visando, por meio da participação privada, o

fortalecimento dos setores de indústria e serviços no Brasil. Hoje o BNDES ainda é o detentor da maior parte dos financiamentos voltados a projetos de infraestrutura no país, mas, na perspectiva de futuro, a projeção é que haja uma redução gradativa nessa atuação, e que as empresas utilizem as debêntures como forma de obter recursos no mercado de capitais.

Os números divulgados pela Anbima serviram de lastro para elucidar o enunciado do problema, nos últimos dois anos, houve uma redução significativa nos investimentos ligados à infraestrutura proveniente do BNDES, cerca de 65 bilhões de reais, apesar disso, o mercado de capitais se mostrou próspero e em expansão. No que concerne às indagações levantadas neste artigo, foi possível identificar que os objetivos geral e específicos foram alcançados através da pesquisa realizada. Foram destacadas as características das debêntures e os aspectos potenciais que contribuiriam para a disseminação do comércio.

No âmbito das barreiras e oportunidades para o desenvolvimento do mercado de debêntures no Brasil, podemos citar como aspecto negativo o fato de as debêntures geralmente terem prazos longos, tornando-as restritas a um único público, atrativas àqueles investidores que não se importam com a liquidez imediata. Outro aspecto seria a carência de padronização desses ativos, pois a falta de mercancia impossibilita a criação de um modelo a seguir, portanto, o não cumprimento das normas obrigatórias. Na concepção de oportunidades, podemos citar o acesso ao capital mais barato pelas emissoras, já que as debêntures são emitidas com taxas de juros menores que as cobradas no financiamento bancário, e o pagamento da obrigação tem prazos longos.

Dessa forma, conclui-se que, apesar da contínua evolução, o mercado das debêntures ainda precisa trilhar um longo caminho até sua ascendência. Contudo, este vem se tornando um mercado promissor no âmbito da captação de haveres e no financiamento do capital de giro. Nota-se uma mudança no perfil dos gestores que fazem parte desse mercado, existindo uma preocupação desses em adequar as oportunidades do mercado (debêntures) à necessidade da empresa, utilizando-as para aperfeiçoar suas operações, projetar o futuro, além de poder avaliar e gerir os riscos, permitindo que a entidade possa tratá-los de forma eficaz e eficiente.

Dada à relevância da temática, sugere-se um estudo sobre a viabilidade de as sociedades limitadas emitirem debêntures, e qual impacto isso traria à economia brasileira, já que, até o presente momento, só podem ser emitidas pelas companhias.

Debentures: a fundraising instrument in the Brazilian capital market

Abstract

This article aims to verify how the debentures can cooperate for medium and long term financing at the time of economic recession in Brazil, exposing the evolution and scope of this asset within the Brazilian credit market. Subsequently, the impacts and contribution of Instruction 476/09 of the Securities and Exchange Commission (ICVM 476/09) were externalized. The work sought to bring an allusion to Federal Law 12.431 / 11 which deals with “Incentivized Debentures”, and the measures that the government attached to the BNDES has implemented for the development of the country’s infrastructure through private participation, and how this has had a positive impact on the capital market. Lastly, based on the data appreciation, it was seen that the market is gradually growing relative to other investment options, and that it has become a promising alternative in terms of raising funds and working capital financing.

Keywords: Debentures. Capital market. BNDES. ICVM 476/09.

Debéntrures: un instrumento de captación de recursos en el mercado de capitales brasileño

Resumen

Este artículo tiene como objetivo mostrar cómo las debéntricas pueden cooperar para el financiamiento a medio y largo plazo en el momento de recesión económica en Brasil, exponiendo la evolución y el alcance de ese activo dentro del mercado de crédito brasileño. Posteriormente, se eliminaron los impactos y la contribución de la Instrucción 476/09 de la Comisión de Valores (ICVM 476/09). El trabajo buscó traer una alusión a la ley Federal 12.431/11 que trata de las “Debéntrures Incentivadas”, y las medidas que el gobierno junto al BNDES ha implementado para el desarrollo de infraestructura del país a través de la participación privada, y cómo ha repercutido positivamente en el mercado de capitales. Por último, a partir de la evaluación de los datos se ha visto que el mercado está en crecimiento gradual con respecto a otras opciones de inversión y que viene convirtiéndose en una alternativa prometedora en el ámbito de la captación de recursos y en la financiación del capital de trabajo.

Palabras clave: Debéntrures. Mercado de capitales. BNDES. ICVM 476/09.

Referências

- ANBIMA. *Introdução a Debêntures*. 2018. Disponível em: <http://www.debentures.com.br/espaco-doinvestidor/introducaoadebentures.asp>. Acesso em: 21 out. 2018.
- ANBIMA. *Debêntures incentivadas atingem R\$ 1,3 bilhão em 2017*. 2017. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/debentures-incentivadas-atingem-r-1-3-bilhao-em-2017-2CA08A9A632885AD01632E5AE1093F78.htm. Acesso em: 07 nov. 2018.
- ANBIMA. *Sistema Nacional de Debêntures – 10 anos*, Jul. 1998. Disponível em: http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/SND_10anos.pdf. Acesso em: 06 out. 2018
- ANBIMA. *Mercado de capitais é ferramenta indispensável para o desenvolvimento econômico e social do país*. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/mercado-de-capitais-e-ferramenta-indispensavel-para-o-desenvolvimento-economico-e-social-do-pais.htm. Acesso em: 04 out. 2018.
- ANBIMA. *Operações com debêntures atingem volume recorde em 2017*. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/operacoes-com-debentures-atingem-volume-recorde-em-2017-2CA08A9A632885AD01632E586E283DBB.htm. Acesso em: 07 out. 2018.
- ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. *Fundamentos de administração financeira*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- ASSAF NETO, A. *Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil – uma aplicação prática*. 2003. 202 f. Tese de Livre-Docência – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2003.
- B3. *Debentures*. Títulos privados. 2018. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures.htm. Acesso em: 04 out. 2018.
- BNDES. *BNDES anuncia mais R\$ 2,2 bi para apoiar investimentos em energias renováveis*. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/bndes-anuncia-mais-r-2-2-bi-para-apoiar-investimentos-em-energias-renovaveis>. Acesso em: 08 out. 2018.
- EMPIRICUS. *Onde investir em 2017*. 2017. Disponível em: <https://www.empiricus.com.br/imprensa/onde-investir-em-2017/>. Acesso em: 30 out. 2018
- GIL, A. C. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- MARTINS, G. D. A.; THEÓPHILO, C. R. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2007.
- MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito administrativo*. São Paulo: RT, 2003.
- PINHEIRO, J. L. *Mercados de Capitais*. São Paulo: Atlas, 2001.