

Economia em Foco: Um panorama das debêntures incentivadas no Brasil até maio de 2020

As debêntures incentivadas de infraestrutura, criadas pela Lei nº 12.431/2011, são títulos privados relacionados a projetos de investimento na área de infraestrutura¹ que usufruem de benefícios tributários² e constituem um bom mecanismo de financiamento de longo prazo para as empresas. Isso porque as debêntures, instrumentos de captação de recursos no mercado de capitais, são títulos flexíveis, emitidos

por empresas concessionárias de infraestrutura autorizadas, que permitem que a emissora estruture o fluxo de amortizações e a forma de remuneração de acordo com sua necessidade. Ou seja, a própria empresa concessionária pode organizar a emissão desses títulos conforme a necessidade de inversões³.

Entre 2012 e maio de 2020, houve um crescimento considerável na utilização do mecanismo para financiar projetos

de longo prazo, explicado principalmente pela queda estrutural dos juros em um contexto de menor presença do BNDES no financiamento de empresas. No período, o volume total distribuído em debêntures incentivadas de infraestrutura, com esforços amplos e restritos⁴, foi de R\$ 88,84 bilhões (308 emissões)⁵, sendo:

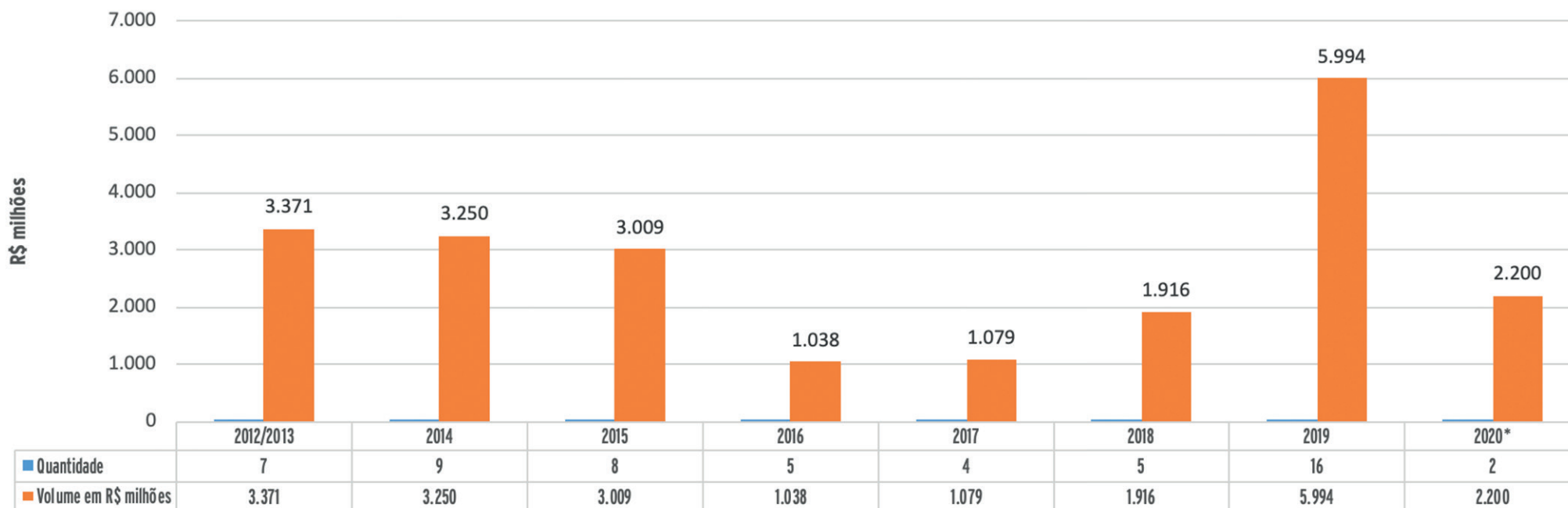
- R\$ 64,27 bilhões no setor de energia (237 emissões);
- R\$ 21,85 bilhões na área de

transporte e logística (57 emissões);

- R\$1,77 bilhão em saneamento (9 emissões);
- R\$ 948,50 milhões em telecomunicações (5 emissões).

O Gráfico 1 mostra a evolução anual das emissões de empresas do setor de transporte.

Gráfico 01 – Debêntures incentivadas - Setor de Transporte - Volume e Quantidade de Emissões



Fonte: Elaboração CNT com dados do Ministério da Economia.

* até maio de 2020.

Os investimentos previstos nos projetos da área de transporte que emitiram debêntures incentivadas desde 2012 somam R\$ 82,98 bilhões, sendo:

- R\$ 43,63 bilhões em rodovias;
- R\$ 26,96 bilhões em ferrovias;
- R\$ 8,88 bilhões em aeroportos; e
- R\$ 3,48 bilhões na infraestrutura portuária.

Além disso, importante destacar que o Ministério da Infraestrutura já autorizou a emissão de debêntures incentivadas para diversos projetos no setor que, em conjunto, somam novos investimentos da ordem de R\$ 35,06 bilhões, sendo:

- R\$ 18,25 bilhões em rodovias;
- R\$ 14,43 bilhões em ferrovias; e
- R\$ 2,38 bilhões em portos.

A empresa que desejar emitir debêntures incentivadas deve, em primeiro lugar, requerer a aprovação de seu projeto de investimento como prioritário na área de infraestrutura na Secretaria de Fomento, Planejamento e Parcerias do Ministério da Infraestrutura⁶. Podem utilizar tal serviço pessoas jurídicas de direito privado, estabelecidas sob a forma

de Sociedade de Propósito Específico (SPE) e suas controladoras, concessionárias, arrendatárias e permissionárias, que tenham projetos de investimento considerados prioritários na área de infraestrutura. A realização deste serviço consiste em três etapas: a primeira é o preenchimento de Requerimento de aprovação de projeto de investimento como prioritário no Ministério

da Infraestrutura⁷, a segunda é a análise e manifestação técnica pela Secretaria de Fomento, Planejamento e Parcerias sobre o Requerimento e os documentos apresentados⁸, e a terceira é a aprovação (ou não) do projeto por meio de Portaria do Ministro da Infraestrutura, no Diário Oficial da União (DOU)⁹.

Após a publicação da Portaria, a empresa emissora que deseja emitir a debênture elaborará um documento denominado “Escritura de Emissão”, no qual são especificados os direitos e obrigações dos debenturistas e da emissora desses títulos. Para fazer cumprir o que está proposto na Escritura, ela contará, obrigatoriamente, com a intervenção de um agente fiduciário dos debenturistas, que normalmente é uma instituição financeira que tenha como objetivo a administração ou custódia de bens de terceiros. Esse agente irá representar os debenturistas, fazendo acompanhamento das obrigações pactuadas na Escritura, além de elaborar relatórios periódicos de acompanhamento. Por fim, na oferta da debênture ao público, toda a documentação deverá ser registrada na

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)¹⁰ e como resultado a empresa irá emitir um prospecto de distribuição do papel que seguirá estritamente os regulamentos da CVM. O prospecto de distribuição, por fim, estará disponível para todos os interessados no leilão de emissão primária da debênture.

A criação das debêntures incentivadas representou um marco no desenvolvimento do mercado privado de dívida de longo prazo no Brasil. Embora o volume total de emissões que ocorreu no primeiro quadrimestre de 2020 (R\$ 4,95 bilhões) tenha sido 45,6% inferior ao observado no mesmo período de 2019 (R\$ 9,11 bilhões), desde sua criação, observa-se que há uma tendência de alongamento do prazo médio das emissões - que atingiu 14,5 anos no período de janeiro a maio de 2020¹¹ - e também uma trajetória do custo dessas emissões ao longo dos últimos anos - a remuneração média foi de IPCA + 5,7% de janeiro a maio deste ano¹² -, em linha com a queda da curva de juros no mercado.

Diante das necessidades do país, é fundamental que o instrumento avance e se torne mais eficiente. Entre as medidas

possíveis, vale destacar, por exemplo, a extensão da isenção de imposto de renda para pessoas jurídicas e estrangeiros¹³, a simplificação da legislação e uma maior flexibilidade nas regras de alocação de fundos. Nesse sentido, um passo importante será dado com a aprovação do Projeto de Lei (PL) nº 2.646/2020.

Em linhas gerais, o PL abarca três objetivos: (i) a criação de uma nova modalidade de títulos de dívida, as debêntures de infraestrutura; (ii) o aperfeiçoamento do marco legal das debêntures incentivadas, no âmbito da Lei 12.431; e (iii) a correção de barreiras para operação de fundos de investimento em infraestrutura.

As debêntures de infraestrutura focam o incentivo fiscal na figura do seu emissor, com a justificativa de que, assim, ele poderia oferecer um rendimento mais competitivo no mercado de capitais, atraindo grandes investidores, como os institucionais. Dessa forma, se diferenciam das debêntures incentivadas, já regulamentadas pela Lei 12.431 de 2011, que direcionam os benefícios fiscais para a figura do pequeno investidor, pessoa física¹⁴.

Os aperfeiçoamentos propostos nos marcos legais das debêntures incentivadas e dos fundos de investimento em infraestrutura - registrados na Tabela 1 - visam, em linhas gerais, aumentar a atratividade das debêntures incentivadas no mercado internacional, reduzir os riscos de emissão, ampliar a lista de segmentos a serem contemplados com benefícios fiscais, facilitar e estimular a operação dos fundos e fortalecer o mercado secundário desses títulos.

Portanto, o PL nº 2.646/2020 está alinhado com o que defende a Confederação Nacional do Transporte (CNT).

Tabela 1 – Principais alterações propostas pelo PL nº 2.646/2020

Dispositivo legal	Como funciona hoje	Alteração proposta
Lei 9.481 de 1997, Art. 1º	Reduz a zero a alíquota de IR sobre rendimentos auferidos no Brasil por residentes no exterior nos casos em que especifica.	Inclui entre os beneficiados do incentivo fiscal os investidores internacionais detentores de títulos emitidos para financiar projetos de infraestrutura - exceto para países que já têm tributação favorecida, caso em que a alíquota será de 25%.
Lei 11.079 de 2004, Art. 8º, IV	Obrigações pecuniárias da Adm. Pública em contratos de parceria público-privada podem ser garantidas por instituições financeiras que não sejam controladas pelo Poder Público.	Instituições financeiras controladas pelo Poder Público podem prestar garantias nesses contratos, desde que sejam não dependentes, ou seja, que consigam cobrir suas despesas com receita própria (ex: o BNDES é não dependente).
Lei 11.478 de 2007, Art. 1º, §1º	Define novos projetos de infraestrutura como os implementados por sociedades especificamente criadas para tal fim nas áreas de: I. energia; II. transporte; III. água e saneamento básico; IV. irrigação; V. outras consideradas prioritárias.	Amplia extensamente a lista de segmentos a serem considerados no conceito de projetos de infraestrutura: VI. Iluminação pública; VII. eficiência energética; (...) XII. unidades de saúde; XIII. petróleo e gás natural; (...); XV. unidades de conservação ambiental; XVII. mobilidade urbana e logística; (...) XX. Outras consideradas prioritárias.
Lei 11.478 de 2007, Art. 1º, §2º e §2º - A	Projetos de expansão nas áreas acima são considerados novos projetos de infraestrutura desde que os novos investimentos sejam separados mediante a formação de uma sociedade de propósito específico (SPE).	Projetos de expansão são considerados projetos de infraestrutura, sem necessidade de separação dos novos investimentos via formação de SPE. Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) podem investir em projetos de contratos de parceria prorrogados ou relicitados.
Lei 11.478 de 2007, Art. 1º, §6º	Exigências para FIP-IE: tem de ter no mínimo 5 cotistas; cada cotista não pode ter mais de 40% das cotas ou auferir mais de 40% do total de rendimentos do fundo.	Revogação das exigências de participação mínima, de concentração máxima de cotista e de rendimentos auferidos nos FIP-IE.
Lei 11.478 de 2007, Art. 1º, §10º	Exigências de prazo para FIP-IE: Prazo de 180 dias para iniciar atividades e se enquadrarem no nível mínimo de investimento previsto em lei (90% do patrimônio deve ser aplicado em títulos emitidos por SPE para projetos de infraestrutura).	Aumento dos prazos: 360 dias para iniciar atividades e 36 meses para se enquadrarem no nível mínimo de investimento.
Lei 11.312 de 2006, Art. 3º, §1º, I	Reduz a zero a alíquota de IR sobre rendimentos auferidos no Brasil por residentes no exterior em Fundos de Investimento em Participações, exceto para cotistas com 40% ou mais das cotas emitidas ou com rendimento superior a 40% do total de rendimentos do fundo.	No caso dos fundos de infraestrutura, permite a redução a zero da alíquota de IR para cotistas no exterior que detenham 40% ou mais das cotas emitidas ou com rendimento superior a 40% do total de rendimentos do fundo.
Lei 11.312 de 2006, Art. 3º, §1º, II	Reduz a zero a alíquota de IR sobre rendimentos auferidos no Brasil por residentes no exterior em Fundos de Investimento em Participações, exceto para fundos com percentual superior a 5% em títulos de dívida que não sejam ações de sociedades anônimas, debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e títulos públicos.	No caso dos fundos de infraestrutura, permite a redução a zero da alíquota de IR para o investidor internacional de fundos com essa característica.
Lei 12.431 de 2011, Art. 1º, §1º	Determina que os títulos emitidos por PJ de direito privado não financeiras tenham um rendimento pré-fixado, vinculado a índice de preço ou taxa referencial (TR) .	Inclui a possibilidade de vinculação do rendimento dos títulos a variação cambial e à taxa de depósito interbancário (DI) .
Lei 12.431 de 2011, Art. 1º, §1º-C	Recursos captados via debêntures podem ser alocados para o reembolso de investimentos já realizados no máximo há 24 meses.	Amplia para 60 meses o prazo para investimentos passíveis de reembolso via emissão de debênture.
Lei 12.431 de 2011, Art. 2º, §1º-C e §1º-D	Inexistente na Lei original.	Define como projetos prioritários os implementados ou em processo de implementação a partir da vigência da Lei: I. nas áreas listadas na Lei nº 11.478 de 2007; II. de produção intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação; III. de contratos de parceria prorrogados ou relicitados.
Lei 12.431 de 2011, Art. 3º, §1º-A, §1º-B e §4º	Permite a formação de fundos de investimento com, no mínimo, 85% do patrimônio líquido aplicado em títulos emitidos por SPE para projetos de infraestrutura, porém esse percentual mínimo pode ser de 67% nos primeiros 2 anos de funcionamento do fundo.	Ampliação dos prazos: 3 anos para o percentual mínimo de 67% e para se enquadrarem no nível mínimo de investimento, alinhando o prazo de enquadramento ao estabelecido para FIP-IE.
Lei 12.712 de 2012, Art. 32	Autoriza a União a ser cotista de fundo garantidor para cobertura de riscos de projetos de infraestrutura com cota máxima de R\$ 11 bilhões	Ampliação da cota para R\$ 16 bilhões

¹ Projetos definidos como prioritários e regulamentados pelo Decreto nº 8.874/2016.

² As debêntures de infraestrutura gozam de isenção de Imposto de Renda (IR) para pessoas físicas e investidores estrangeiros, além de fixação da alíquota em 15% para pessoas jurídicas deste tributo.

³ Para mais informações, acesse o Boletim Economia em Foco da CNT “Debêntures de infraestrutura para viabilizar investimento no país”.² As debêntures de infraestrutura gozam de isenção de Imposto de Renda (IR) para pessoas físicas e investidores estrangeiros, além de fixação da alíquota em 15% para pessoas jurídicas deste tributo.

⁴ As ofertas públicas seguem a Instrução CVM nº 400/2003 e as ofertas restritas a Instrução CVM nº 476/2009.

⁵ As informações constantes neste relatório foram extraídas do Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas e demais Instrumentos da Lei 12.431/2011, de maio de 2020 (78ª Edição), que está disponível em: < <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-de-debentures-incentivadas/2020>>.

⁶ Conforme a Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, o Decreto nº 8.874, de 11 de outubro de 2016, e a Portaria GM/MTPA nº 517, de 05 de outubro de 2018.

⁷ Requerimento via Web ou apresentação de Requerimento no Protocolo Geral do Ministério da Infraestrutura e destinado à Secretaria de Fomento, Planejamento e Parcerias com documentos/informações constantes no artigo 5º, da Portaria GM/MTPA nº 517, de 05 de outubro de 2018, juntamente com os formulários estabelecidos nos Anexos I (Formulário de Cadastro do Projeto da SPE) e II (Quadro Anual de Usos e Fontes do Investimento) preenchidos, para a instrução processual, com vistas à aprovação de projetos de investimento como prioritários na área de infraestrutura.

⁸ Caso entenda necessário, a Secretaria de Fomento, Planejamento e Parcerias poderá exigir da requerente a apresentação de documentos ou informações complementares, que deverão ser apresentados no prazo de quinze dias, conforme disposto no artigo 8º da Portaria GM/MTPA nº 517/2018.

⁹ O arquivamento do Processo dar-se-á imediatamente após a publicação da Portaria no DOU ou na hipótese de a requerente não ter apresentado os documentos ou as informações complementares solicitadas, conforme descrito na Etapa 2 e disposto no artigo 9º da Portaria GM/MTPA nº 517/2018. Para mais informações sobre o processo de emissão de debêntures incentivadas, acesse <https://www.gov.br/pt-br/servicos/solicitar-aprovacao-de-projetos-de-investimento-como-prioritarios-para-emissao-de-debentures-incentivadas>.

¹⁰ A Instrução CVM 400, de 29/12/2003, dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. A Instrução CVM 476, de 14/01/2019 dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.

¹¹ Em 2015, por exemplo, o prazo médio das emissões foi de 8,8 anos.

¹² Em 2015, por exemplo, a remuneração média foi de IPCA + 7,6 % a.a.

¹³ Essa medida foi anunciada pelo Ministro da Infraestrutura em junho de 2019, conforme matéria da revista Exame. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/economia/ministro-diz-que-estuda-estender-isencao-de-ir-de-debentures-a-pj/>

¹⁴ Conforme registra o art. 6º, na hora de pagar impostos, a empresa emissora de debêntures de infraestrutura poderá: (i) deduzir o valor dos juros pagos na apuração do seu lucro líquido; (ii) excluir do seu lucro o valor de 30% da soma de juros pagos no exercício, para determinação do lucro real e da base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido; (iii) se for uma empresa emissora de debêntures vinculadas a projetos certificados como sustentáveis, excluir do seu lucro 50% da soma dos juros pagos no exercício, para determinação do lucro real e da base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido”. Registra-se que não há incentivo fiscal para o comprador da debênture de infraestrutura, para que não se conceda um duplo benefício tributário, que possa levar a uma excessiva renúncia fiscal.