

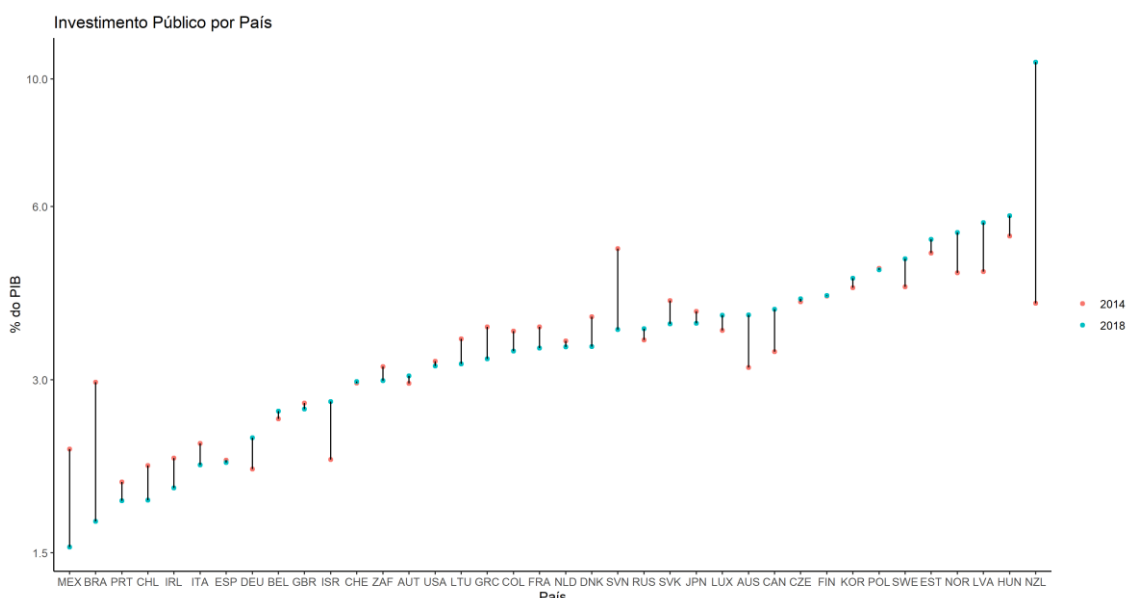
DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA

Nota técnica CLP

Introdução

Muitos governos, em todo mundo, estão encontrando dificuldades para financiar a crescente demanda por infraestrutura apenas com recursos dos impostos. Com o aumento significativo do déficit e dívida pública em muitos países, enquanto as necessidades de infraestrutura continuam a se expandir, o envolvimento do setor privado tem sido cada vez mais visto como uma solução potencial para fechar a lacuna de financiamento. Ainda assim, o investimento do setor privado em infraestrutura, especialmente nos países em desenvolvimento, permanece baixo devido a uma variedade de desafios.

O investimento em infraestrutura do Brasil como proporção do PIB de 1993 a 2018 é estimado em 2,3%, enquanto em outros países como a China é próximo a 7% e na Índia é em torno de 5,5%. Comparando com diversos países desenvolvidos e outros em desenvolvimento, o Brasil registrou queda do investimento público de 3,2% para 1,7% do PIB entre 2014 e 2018, tendo a pior performance no período, e a segunda pior no último ano, atrás apenas do México.



Fonte: Elaboração Própria com dados da OCDE

Diante desse contexto, verifica-se que o cenário de infraestrutura do Brasil apresenta-se de forma insuficiente para atender às necessidades para seu desenvolvimento, principalmente após anos de baixo investimento público, e requer um nível em relação ao PIB estimado conservadoramente em cerca de 3,2% do PIB entre 2019-2024, segundo estudo do BID. O investimento total necessário no período é de aproximadamente R\$ 205 bilhões anuais. Segundo o mesmo estudo, 40% desse aumento de gasto teria de ser coberto com debêntures das empresas responsáveis pelas obras de infraestrutura.

Um maior investimento em infraestrutura aumentaria a competitividade das exportações e impulsionaria o crescimento da produtividade. Fazer com que o Brasil volte a uma trajetória de crescimento sustentável, principalmente após a crise da pandemia, requer aumentar o investimento em infraestrutura para níveis de pelo menos o dobro dos atuais.

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) tem sido a principal fonte de financiamento de projetos de infraestrutura no país. Porém, devido à crise fiscal brasileira, o BNDES está se aproximando da taxa de juros de mercado: como parte dos esforços para reduzir o déficit fiscal brasileiro e redirecionar os subsídios do governo, em 21 de setembro de 2017, o Congresso Brasileiro promulgou a Lei nº 13.483 para confirmar a substituição da tradicional taxa

de juros subsidiada pelo BNDES (TJLP) pela taxa de longo prazo (TLP) para empréstimos concedidos pelo BNDES a partir de 1º de janeiro de 2018. Naquele ano, a TLP foi fixada no mesmo nível da TJLP, mas aumentando gradativamente a partir de 2023, até que seja calculada com base no oficial Taxa de inflação brasileira (Índice de Preços ao Consumidor Amplo, IPCA) mais a rentabilidade dos títulos do governo.

Embora a TLP possa aumentar o custo dos empréstimos do BNDES, espera-se que, de modo geral, ela permitirá que os bancos comerciais e o mercado de capitais se tornem mais competitivos e desenvolvam outras fontes de financiamento de longo prazo. Como resultado, os patrocinadores têm buscado outras fontes de financiamento para projetos de infraestrutura, principalmente por meio de mercados de capitais de dívidas, agências multilaterais e agências de crédito à exportação. A expectativa do mercado é que a participação dos financiamentos concedidos por bancos de fomento, bancos comerciais, mercado de capitais, agências de crédito à exportação e fundos de investimento em direitos creditórios (FDICs) possa aumentar nos próximos anos, como grande oportunidade para a entrada de novos players no mercado brasileiro.

O que são debêntures

As debêntures são um instrumento de dívida utilizado por empresas e governo para a emissão do empréstimo. O empréstimo é concedido a empresas com base em sua reputação, uma taxa fixa de juros. As debêntures também são acordadas como um título de dívida entre os emissores e os compradores. As empresas usam debêntures quando precisam tomar dinheiro emprestado a uma taxa fixa de juros para sua expansão.

Debêntures são cruciais para captar capital de longo prazo. Uma debênture emitida por uma empresa é um reconhecimento de que a empresa tomou emprestado uma quantia de dinheiro do público, que promete reembolsar em uma data futura. Os debenturistas são, portanto, credores da empresa.

A principal diferença em relação ao empréstimo diretos é: (i) a possibilidade de haver muitos compradores de títulos de dívida no caso de debêntures, facilitado o acesso ao crédito, e; (ii) uma possibilidade de renegociar tais títulos no mercado financeiro, cujo preço será determinado por quão seguro é o seu retorno esperado.

Os investidores que desejam renda fixa com menor risco costumam preferir esse tipo de título, de modo que a emissão de debêntures é feita em situações em que as vendas e ganhos são relativamente estáveis, como no caso da infraestrutura. No entanto, a empresa em geral tem que fazer provisões para reembolso na informação necessária, mesmo em períodos de estresse financeiro.

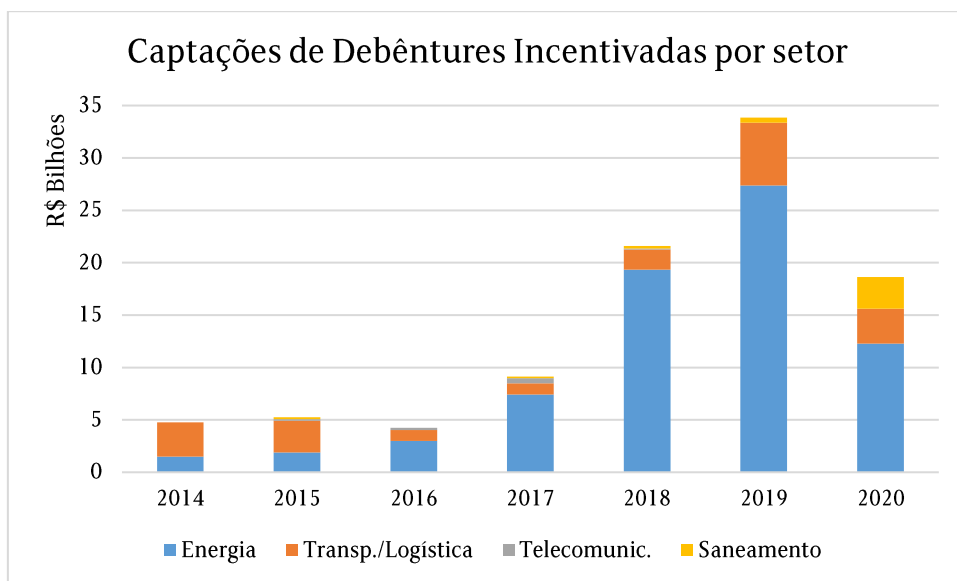
Debêntures Incentivadas

Em junho de 2012, Federal, A Lei 12.431 introduziu novas regras de debêntures incentivadas, com objetivo de criar um canal de financiamento de projetos de infraestrutura de longo prazo por parte de indivíduos pelo mercado financeiro. Uma das mudanças mais importantes introduzidas por essa lei foi a redução do imposto de renda sobre a receita de debêntures emitidas por sociedades de propósito específico constituídas para realizar projetos de investimento em infraestrutura ou projetos de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação considerados prioritários pelo governo. Estes são conhecidos como 'debêntures de infraestrutura'.

De acordo com a Lei 12.431/2011 (alterada pela Lei 12.715/2012), a alíquota do imposto de renda sobre a receita de debêntures de infraestrutura recebida por pessoas físicas residentes no Brasil ou no exterior é de 0%, o que significa que estavam efetivamente isentas de impostos. A receita dessas debêntures auferida por pessoas jurídicas domiciliadas no Brasil está sujeita a um imposto de renda retido na fonte de 15%.

Para se beneficiar dessas alíquotas vantajosas, as debêntures de infraestrutura precisavam ser emitidas por sociedades de propósito específico criadas para implementar "projetos de investimento em infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação considerados prioritários nos regulamentos emitidos pelo governo brasileiro".

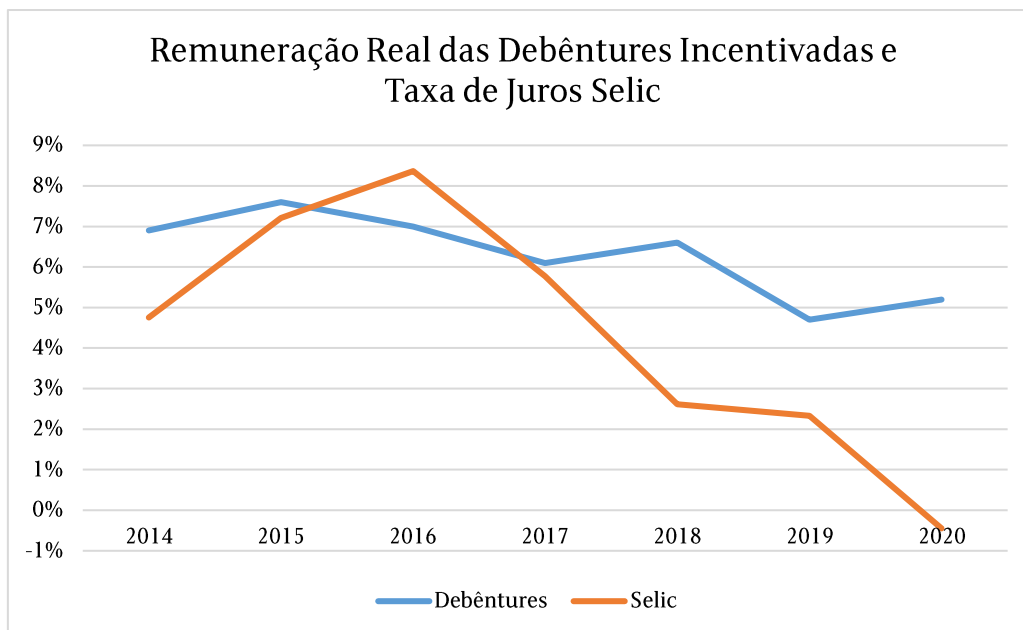
Ainda que tenha havido demora para a regulação do que seria considerado prioritário (tendo sido implementada cinco anos depois, pelo Decreto nº 8.874/2016), o valor de capital alocado em tais títulos chegou a mais de R\$ 21 bilhões em 2018 e mais de R\$ 33 bilhões em 2019. Durante o ano de 2020, em meio à pandemia, o montante caiu para R\$ 18 bilhões, mas houve grande aumento das captações no setor de Saneamento Básico, de mais de R\$ 3 bilhões, como mostra o Gráfico abaixo.



Fonte: Boletim das Debêntures Incentivadas

Espera-se, no entanto, que o apetite por debêntures no Brasil continue aumentando após a volta à normalidade. As emissões de dívida continuam a se expandir a uma velocidade notável, com US\$ 59 bilhões em emissão em 2019, ante US\$ 48 bilhões em 2018, US\$ 50 bilhões em 2017 e US\$ 33 bilhões em 2016, um relatório recente da S&P Global Ratings mostrou recentemente. No caso das

A baixa taxa básica de juros Selic está estimulando tomadores e emissores a continuar acessando um número crescente de debêntures. Porém, apesar do crescimento positivo do mercado de debêntures, alguns desafios e limitações ainda persistem, sendo a principal a emissão de debêntures de longo prazo em montantes maiores.



Fonte: Elaboração própria com dados do Boletim das Debêntures Incentivadas e Banco Central

Para investidores, a principal restrição para um maior crescimento do mercado de debêntures está na questão da gestão do passivo em dólares. No entanto, há discussões em andamento entre várias partes do setor público e privado no Brasil para buscar a dolarização potencial de mais projetos de energia e infraestrutura, com o resultado potencial dessas conversas ainda desconhecido.

Outro obstáculo de crescimento é a falta de padronização em todo o processo de documentação: enquanto outros países da região seguem de perto os padrões de documentação de Nova York ou Londres, cada emissor no Brasil tende a ter documentos muito diferentes uns dos outros.

Outra questão que fomentaria ainda mais a emissão de debêntures é um esclarecimento sobre direitos de step-in. Estas disposições, quando utilizadas no contexto de project finance, são mecanismos contratuais através dos quais os credores podem intervir num projeto que estão a financiar para lidar com uma violação específica dos covenants ou para recuperar o projeto.

O PL das debêntures

O Projeto de Lei 2646/20 institui as chamadas debêntures de infraestrutura, um novo instrumento para financiar projetos nas áreas de infraestrutura e de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação (PD&I) considerados prioritários pelo governo. Tais novas debêntures são semelhantes às Incentivadas, previamente mencionadas, mas tendo como principal diferença o fato que, enquanto as últimas têm como foco pessoas físicas, as do novo PL se destinam a investidores institucionais, como fundos de pensão, que têm mais recursos disponíveis para investimentos. Além disso, a companhia emissora das novas debêntures recebe o incentivo fiscal, ao contrário das debêntures incentivadas, em que o benefício é dado ao investidor que compra os títulos emitidos.

De acordo com o projeto, as companhias emissoras das debêntures de infraestrutura poderão deduzir do lucro tributável até 30% do valor dos juros pagos no ano, sem prejuízo de outras deduções de juros previstas pela legislação tributária. A dedução prevista no projeto é ampliada para 50% caso a emissão das debêntures destine-se a financiar projetos de desenvolvimento sustentável (os chamados *green bonds*, ou títulos verdes), como energia renovável, controle de poluição e conservação da biodiversidade terrestre e aquática.

Para os investidores que adquirirem os títulos, a proposta prevê a tributação do rendimento das debêntures de infraestrutura, pelo Imposto de Renda (IR), exclusivamente na fonte, segundo as mesmas alíquotas estabelecidas para operações financeiras com renda fixa e renda variável (15% a 22,5%, dependendo do prazo de permanência dos recursos na aplicação).

As regras de tributação na fonte também serão aplicadas aos cotistas dos FIP-IE, dos Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) e dos Fundos de Investimento em Infraestrutura (FI-Infra). Todos eles foram criados pela Lei 12.431/11.

O PL 2646/20 altera ainda as regras das debêntures incentivadas e dos fundos de investimento atrelados ao financiamento de infraestrutura e de PD&I, como os fundos de investimento em participações em infraestrutura (FIP-IE), criados pela Lei 11.478 /07. O texto inclui projetos de infraestrutura social, de iluminação pública, de resíduos sólidos, presídios e unidades de saúde, entre outros.

Os projetos investidos por meio dos fundos poderão ser novos ou de expansão dos já existentes. Nesse último caso, não haverá necessidade de segregação dos investimentos por meio de SPE, como determina hoje a lei.

Outro ponto importante do texto é permitir que os fundos invistam em projetos relicitados, prorrogados ou iniciados antes da vigência da Lei 11.478/07 e ainda em fase de recebimentos de aportes.

No caso das debêntures incentivadas, a proposta autoriza a remuneração dos investidores por taxas de juros pré-fixadas ligadas à variação cambial e ao CDI bancário, possibilidades hoje não previstas na lei. O CDI é uma taxa praticada nos empréstimos entre bancos que baliza todo o mercado financeiro.

Por fim, a PL permite a emissão de debêntures incentivadas diretamente no mercado internacional (bonds), diferente do que ocorre atualmente, em que o título deve ser captado no mercado financeiro primário do Brasil apenas. Com isso, novos recursos poderão ser captados do exterior.

Estimativa de Impacto

Para a estimativa de impacto da aprovação da PL, trabalha-se com a estimativa do BID de que 40% dos R\$ 205 bilhões anuais até 2024 deverá ser coberta pelo financiamento por debêntures. Tal montante equivale a cerca de R\$ 80 bilhões por ano – pouco mais de 1% do PIB, percentual que será usado como premissa de aumento do investimento público em infraestrutura devido à aprovação do Projeto de Lei.

Segundo trabalho dos economistas Ferreira e Araújo (2007), cada aumento de um ponto percentual do PIB em investimentos públicos em infraestrutura gera um aumento de 5% da produção nacional em 20 anos. Aplicando tal regra linearmente, tem-se, portanto, um aumento acumulado entre 1 e 1,25% do PIB até 2025 devido à aprovação do PL.

Assumindo um percentual de 30% de arrecadação, devido à carga tributária, sobre os aumentos da economia, temos que as receitas teriam um aumento acumulado de cerca de R\$ 27 bilhões. A PL, portanto, teria um impacto significativo tanto sobre a economia quanto sobre as contas públicas.

Conclusão

O Brasil tem tido um nível de investimentos públicos em infraestrutura insuficiente para o seu desenvolvimento, tendo tido a pior queda recente entre diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento, com um nível em torno de 1,7% do PIB em 2018, atrás apenas do México. É

preciso que o montante anual investido aumente em cerca de R\$ 205 bilhões, para que se chegue a um nível em torno de 3,2%, próximo da média dos países da OCDE.

Um dos principais financiadores de projetos de infraestrutura do país tem sido o BNDES que, no entanto, tem reduzido sua participação no mercado devido às necessidades de ajuste fiscal do país desde o início da última década. Com isso, as debêntures, títulos de dívida emitidos por empresas para captar capital de investimento, podem ter um papel relevante para o aumento dos investimentos.

O Projeto de Lei 2646/20 cria uma nova modalidade de títulos de dívida, chamadas de “debêntures de infraestrutura”, de modo a atrair um tipo de investidor – em especial estrangeiros e fundos de pensão locais – que, atualmente, tem participação quase inexistente nas já instituídas debêntures incentivadas. O PL também cria incentivos às emissões de empresas com boas práticas ambientais, sociais e de governança e se encaixam no que vem se popularizando no mercado financeiro.

As novas debêntures podem levar a um aumento de cerca de um ponto percentual do PIB em investimentos públicos em infraestrutura, segundo projeções do BID. Com isso, tendo em vista trabalhos dos economistas Ferreira e Araújo, a própria produção nacional teria um aumento de cerca de 1,25% até 2025, levando a um aumento de receitas em torno de R\$ 27 bilhões.

Referências Bibliográficas

de Araujo Cintra, A. F. (2012). Infrastructure debentures in Brazil. *International Financial Law Review*.

de Desenvolvimento, Banco Interamericano. "Improving infrastructure financing in Brazil." World Economic Forum, 2019.

Ferreira, P. C., & Araújo, C. H. V. (2007). Growth and fiscal effects of infrastructure investment in Brazil. *RS, editors, Fiscal Policy, Stabilization, and Growth. The World Bank, Washington*.