

Na Mídia

24/05/2019 | [Valor Econômico](#)

Empresa quer resgate de debênture incentivada

Ana Paula Ragazzi

A queda nas taxas de captação via títulos de dívida criou uma nova demanda para as companhias com projetos de infraestrutura, emissoras das chamadas "debêntures incentivadas", que possuem isenção fiscal para o investidor pessoa física e prazos que superam os dez anos.

Empresas que lançaram esses papéis nos últimos anos veem hoje uma oportunidade de fazer novas emissões pagando menos aos investidores. Assim como as companhias que possuem as debêntures sem incentivo estão fazendo, elas gostariam de trocar os papéis mais caros que estão no mercado por novos, a custos menores. Mas quem emitiu as incentivadas esbarra numa proibição legal: essas debêntures não podem ser resgatadas ou pagas antecipadamente para deixarem de existir antes de seu prazo de vencimento.

"Essa é uma demanda que está sendo levada ao Ministério da Economia, para ser analisada dentro de um conjunto de alterações que podem ser feitas na regulação dessas operações", diz Ricardo Simões Russo, sócio do escritório Pinheiro Neto.

Cesar Frade, coordenador-geral de reformas microeconômicas do Ministério da Economia, afirma que esse pleito ainda não chegou oficialmente ao ministério, mas o órgão está aberto ao debate. "Estamos comprometidos em escutar o mercado, entender os problemas e encontrar soluções. Estamos abertos a conversar sobre eventuais entraves das operações e as justificativas. Se avaliarmos que eles existem, vamos trabalhar para superá-los", afirma Frade.

As ofertas de debêntures incentivadas dispararam em 2018: saíram de um total de R\$ 9,145 bilhões em 2017 para R\$ 23,9 bilhões (alta de 163%). Neste ano até abril, já somam R\$ 6,5 bilhões, mantendo o ritmo aquecido de 2018. O estoque desses papéis, que surgiram em 2012, é de R\$ 65 bilhões. O setor que mais usa o instrumento é o de energia.

A Lei nº 12.431, de 2011, que trata dessas ofertas, veda a possibilidade de as empresas retirarem esses papéis do mercado antes do vencimento do título. Existe uma razão para isso, resume Odilon Costa, analista de renda fixa e crédito privado da Eleven. "Quem compra papéis de infraestrutura assume um risco enorme de

longo prazo. Assim, a proibição de resgate é boa para o investidor, que vai ter aquele retorno garantido por um período razoável de tempo e aceitou o risco. Mas, para a empresa, ela não é necessariamente tão boa", diz.

As debêntures incentivadas são emitidas com uma taxa de juros prefixada, vinculada a um índice de preço ou à TR (Taxa Referencial). A maioria delas usa o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), indexador que baliza a meta de inflação do Banco Central para a economia.

A referência de preço do mercado costuma ser quanto os títulos atrelados ao IPCA emitidos pelo governo brasileiro pagam. A questão é que essas taxas vêm recuando e caíram muito fortemente das eleições até hoje. Um papel para dez anos que pouco antes das eleições seria lançado a IPCA mais 6% ao ano, hoje sairia a 4%. Contribui para o cenário de queda nas taxas a forte demanda pelos papéis - em alguns casos, ela tem superado o volume oferecido em mais de três vezes. Pensando no período de longo prazo do papel, conseguir reduzir esse custo seria relevante para a gestão de dívidas das companhias.

Em abril de 2016, o Conselho Monetário Nacional (CMN) chegou a liberar o resgate desses papéis de infraestrutura, mas apenas para emissões realizadas até dezembro de 2017. A lei diz que o CMN pode fazer essas autorizações, mas apenas por prazos definidos. Em 2016, ela aconteceu porque os juros brasileiros estavam em alta, logo captar estava caro para as empresas e as afastava desse mercado - ainda mais se elas não pudessem ter a possibilidade de resgatar os papéis mais à frente, se os juros caíssem e as taxas ficassem mais favoráveis.

Recentemente, as operações de debêntures incentivadas têm saído com a seguinte observação no prospecto de distribuição: "Desde que seja permitida em lei, a debênture poderá ser resgatada mediante o pagamento de prêmio de x%" - esse é o indicativo maior da expectativa de uma nova liberação.

Paloma Valéria Martins Lima, sócia do Demarest Advogados, lembra que esse mercado só ganhou mais corpo a partir do ano passado. Isso equivale dizer que foi também nesse período que ele ganhou liquidez mais relevante no secundário. Essa negociação entre investidores é que vai também deixando mais clara as oscilações das taxas para a captação das empresas.

Paloma diz entender que as mudanças nessas regras só podem ser feitas depois de muita análise e com todo o cuidado possível. "A venda desses papéis envolve incentivo fiscal para a pessoa física. Então sempre vai se querer evitar o mau uso, especulativo, por exemplo, desse instrumento", afirma a advogada. Esse pequeno investidor também não pode ficar decepcionado com a aplicação.

Milton Pinatti, sócio do Lobo de Rizzo Advogados, enxerga a demanda clara e necessária para as empresas, mas avalia que o resgate, se liberado, dever ser feito a partir de critério estabelecidos. Como exemplo, a empresa que retirar uma operação do mercado poderia se comprometer a fazer outra num prazo específico. Ou ainda definir que o pré-pagamento só poderá acontecer depois de um prazo após a emissão inicial.

Paloma, do Demarest, diz que, por se tratar de mercado financeiro, a lei sempre precisará de ajustes - e isso vem acontecendo desde que ela surgiu, em 2011 -, pois esse segmento exige flexibilidade para lidar com questões que surgem e não necessariamente são previsíveis. "Quem compra esses papéis está investindo em projetos que podem inclusive dar errado ou não se mostrarem viáveis. Pode haver um imprevisto, um acidente numa empresa no meio do caminho. E mesmo assim, com a regra do jeito que está, essas debêntures terão de continuar existindo", diz.

Os advogados apontam outras demandas para ajustes na legislação. Podem emitir esses papéis projetos de investimento na área de infraestrutura definidos como prioritários e regulamentado pelo Decreto nº

8.874/2016. Todo o projeto que se adequa ao Programa de Parcerias de Investimento (PPI) é considerado prioritário. Se não estiver no PPI, precisará de uma autorização do ministério específico.

Os advogados avaliam que a previsão dos projetos elegíveis poderia ser mais abrangente para que se pudesse evitar essa necessidade de análise ministerial que por vezes pode atrasar as emissões. Eles argumentam que as previsões de projetos já poderiam prever a cadeia do negócio. Por exemplo, uma empresa que entrou numa concessão aeroportuária poderia captar para construir um estacionamento. E uma companhia de biocombustível poderia captar para a manutenção do canal.

Frade, do Ministério da Economia, diz que a autorização para esses outros tipos de projetos pode ser obtida, e não vê necessariamente gargalos na aprovação. "A minha percepção é que as autorizações têm saído rapidamente. Não vou dizer que não há nenhum gargalo porque pode ser que uma operação ou outra, por alguma razão específica, tenha demorado mais."

Ele diz que, no momento, a equipe do ministério tem se debruçado e discutido inclusive com a Receita alterações nessas ofertas que foram sugeridas pelo grupo de trabalho do mercado de capitais, no ano passado. Elas incluem o incentivo fiscal para a empresa e para o investidor estrangeiro, benefícios de alongamentos de prazos e mudanças nas regras de fundos desses papéis.

