

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

GEDSON LANZARIN

DEBÊNTURES INCENTIVADAS E PESSOAS FÍSICAS
O IMPACTO NA RENTABILIDADE DOS TÍTULOS EM DECORRÊNCIA DO
BENEFÍCIO FISCAL CONCEDIDO PELA LEI 12.431/2011

FLORIANÓPOLIS
2022

GEDSON LANZARIN

DEBÊNTURES INCENTIVADAS E PESSOAS FÍSICAS
O IMPACTO NA RENTABILIDADE DOS TÍTULOS EM DECORRÊNCIA DO
BENEFÍCIO FISCAL CONCEDIDO PELA LEI 12.431/2011

Trabalho de Conclusão de Curso de graduação
submetido à Universidade Federal de Santa
Catarina, como requisito parcial para a obtenção do
título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Humberto Pereira Vecchio

FLORIANÓPOLIS
2022

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

LANZARIN, GEDSON

DEBÊNTURES INCENTIVADAS E PESSOAS FÍSICAS : O IMPACTO
NA RENTABILIDADE DOS TÍTULOS EM DECORRÊNCIA DO BENEFÍCIO
FISCAL CONCEDIDO PELA LEI 12.431/2011 / GEDSON LANZARIN ;
orientador, Humberto Pereira Vecchio, 2022.

67 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Ciências
Jurídicas, Graduação em Direito, Florianópolis, 2022.

Inclui referências.

1. Direito. 2. debêntures incentivadas. 3. isenção
tributária. 4. investimentos pessoa física. 5.
desenvolvimento econômico. I. Pereira Vecchio, Humberto.
II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em
Direito. III. Título.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
COLEGIADO DO CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

TERMO DE APROVAÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado “Debentures incentivadas e pessoas físicas: o impacto na rentabilidade dos títulos em decorrência do benefício fiscal concedido pela lei 12.431/11”, elaborado pelo(a) acadêmico Gedson Lanzarin, defendido em 22/03/2022 e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota 8,5 (oito e meio), cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Florianópolis, 22 de março de 2022



Documento assinado digitalmente
Humberto Pereira Vecchio
Data: 22/03/2022 11:49:23-0300
CPF: 006.365.179-34
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Humberto Pereira Vecchio
Professor Orientador



Documento assinado digitalmente
Carolina Sena Vieira
Data: 25/03/2022 08:44:33-0300
CPF: 006.958.129-04
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Carolina Sena Vieira
Membro de Banca



Jackson Torres
Membro de Banca

Universidade Federal de Santa Catarina
Centro de Ciências Jurídicas
COORDENADORIA DO CURSO DE DIREITO

TERMO DE RESPONSABILIDADE PELO INEDITISMO DO TCC E
ORIENTAÇÃO IDEOLÓGICA

Aluno(a): Gedson Lanzarin

RG: 3.481.051

CPF: 001.096.259-00

Matrícula: 13200060

Título do TCC: Debentures incentivadas e pessoas físicas: o impacto na rentabilidade dos títulos em decorrência do benefício fiscal concedido pela lei 12.431/11.

Orientador(a): Humberto Pereira Vecchio

Eu, Gedson Lanzarin, acima qualificado(a); venho, pelo presente termo, assumir integral responsabilidade pela originalidade e conteúdo ideológico apresentado no TCC de minha autoria, acima referido

Florianópolis, 22 de março de 2022.



Documento assinado digitalmente
Gedson Lanzarin
Data: 25/03/2022 10:57:21-0300
CPF: 001.096.259-00
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

GEDSON LANZARIN

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, à minha família. Não só aos familiares de sangue, mas também aos que a vida me deu.

Obrigado aos meus pais, Gessi e Karine, por me oferecerem o melhor sempre, por todo apoio e incentivo. Mauro e Marli, agradeço muito por toda ajuda de sempre, e também, por me receberem como parte da família de vocês.

À Camila, por compartilhar um amor tão grande comigo, por me acolher sempre, por me ajudar a evoluir e por todos momentos incríveis que vivemos juntos.

À Flavia e ao Guilherme, pelo amor e suporte que prestam ao meu pai.

Ao Roberto, pelo que igualmente faz à minha mãe.

Agradeço à minha irmã, Sibelle, pelo apoio dispensado, especialmente para com a nossa avó, Gladis, a quem também não posso deixar de prestar minha imensa gratidão.

Ao Júlio, Luiza, Lucas, Daniela e Rebeca, meu muito obrigado, principalmente pelos momentos de descontração.

Aos que já partiram, Pedro, Iracema e Sady, que de algum lugar olham por mim.

Também, sou grato à todas amizades e os demais familiares que tenho a sorte em ter na minha vida.

Agradeço à UFSC por me proporcionar tantos aprendizados, experiências e momentos inesquecíveis que vivi durante essa fase incrível da minha vida.

Por fim, sou grato aos meus professores. Ao meu orientador Prof. Vecchio por me ajudar a ter orgulho do trabalho que eu construí.

Sou muito grato a esse ciclo que está se encerrando, a todas as pessoas que cruzaram a minha vida e fizeram parte do meu caminho, me tornando quem eu sou.

RESUMO

Este estudo objetiva adentrar na questão da isenção tributária inerente às pessoas físicas concomitante às debêntures instituídas por meio da Lei 12.431/2011. Nesse intuito, foi necessário primeiramente averiguar o instrumento financeiro de forma abrangente, em especial seu marco regulatório. Em continuidade, examina-se os quesitos tributários, notadamente o imposto sobre a renda, que incidem nos investimentos correlatos. Feito o escrutínio prévio, apresenta-se a legislação que norteia o estudo e particulariza as debêntures incentivadas. O benefício em questão produz efeitos mensuráveis frente a outros títulos de renda fixa de arcabouço tributário ordinário. Diante disso, avalia-se comparativamente o impacto financeiro de investimentos isentos e tributados, materializando resultados. Assim, infere-se que as debêntures incentivadas proporcionam maiores rendimentos e de fato criam estímulos para o investidor direcionar seu capital. Além disso, investiga-se os resultados econômicos decorrentes da criação do instrumento e da sua existência após 10 anos de publicação da lei.

Palavras-chave: debêntures incentivadas; lei 12.431/2011; isenção tributária; investimentos pessoa física; desenvolvimento econômico.

ABSTRACT

This study aims to explore the issue of tax exemption inherent to individuals concomitant to the debentures created by the Law 12.431/2011. Therefore, initially, the financial instrument was detailed, notably its regulatory framework. Next, the tax issues were examined, especially the income tax on related investments. After this, the legislation that guides the study and particularizes the incentivized debentures is presented. The benefit produces measurable effects compared to other fixed income securities subject to ordinary tax. In this way, the financial impact of exempt and taxed investments is comparatively evaluated, presenting the results. Thus, it is concluded that incentivized debentures provide greater profitability and in fact create incentives for investors to direct their capital. In addition, the economic impacts resulting from the creation of the financial instrument and its existence after 10 years of the law are investigated.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	DEBÊNTURES	13
2.1	CONCEITOS BASICOS.....	13
2.2	CARACTERÍSTICAS	15
2.3	EMISSÃO E DISTRIBUIÇÃO.....	16
2.4	FATORES DE RISCO E PRECIFICAÇÃO.....	22
3	IMPOSTO SOBRE A RENDA	25
3.1	ASPECTOS INTRODUTÓRIOS	25
3.2	ARCABOUÇO NORMATIVO	28
3.3	INCIDÊNCIA EM APLICAÇÕES DE RENDA FIXA.....	33
3.4	BENEFÍCIO FISCAL DAS DEBENTURES INCENTIVADAS	38
4	ESTUDO COMPARATIVO	45
4.1	CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES E METODOLOGIA	45
4.2	CENÁRIOS	48
4.2.1	Rentabilidade: 5,75% (IPCA) + 5,70% (Taxa) / Prazo: 5 anos	48
4.2.2	Rentabilidade: 3,00% (IPCA) + 5,70% (Taxa) / Prazo: 5 anos	49
4.2.3	Rentabilidade: 10,00% (IPCA) + 5,70% (Taxa) / Prazo: 5 anos	50
4.2.4	Rentabilidade: 5,75% (IPCA) + 5,70% (Taxa) / Prazo: 10 anos	51
4.2.5	Rentabilidade: 3,00% (IPCA) + 5,70% (Taxa) / Prazo: 10 anos	53
4.2.6	Rentabilidade: 10,00% (IPCA) + 5,70% (Taxa) / Prazo: 10 anos	54
4.3	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	55
5	CONCLUSÃO	58
6	REFERÊNCIAS	61

1 INTRODUÇÃO

Quando uma sociedade empresarial necessita de recursos financeiros seus administradores enfrentam uma importante decisão estratégica. Para tanto, em geral, podem obtê-los de fontes próprias, utilizando-se dos lucros acumulados, ou pela contratação de financiamentos bancários e governamentais. Uma terceira via, restrita às empresas organizadas na forma de sociedades anônimas, é captar nos mercados, pela emissão de valores mobiliários diretamente aos investidores.

Considerando que nem sempre há caixa suficiente para o desenvolvimento de seus projetos e abrir o capital nos mercados não evidencie uma opção interessante, ponderar pela alternativa do endividamento é vital para a expansão e desenvolvimento das atividades comerciais. Dentre algumas das possibilidades desse tipo de financiamento, enumeramos o já citado mercado de crédito - no qual a sociedade fica sujeita às condições da instituição - ou a emissão de títulos de dívida em mercado de capitais, onde a firma possui ampliada condição em regulamentar o procedimento, garantindo importante flexibilidade. Nesta última modalidade os títulos utilizados para o curto prazo são as notas promissórias e para o longo prazo, as debêntures - objeto deste estudo.

Ainda comparativamente falando, a tomada de empréstimos utilizando fundos de bancos comerciais serve para demandas de menores volumes e prazos mais curtos. Isso ocorre devido à natureza da disponibilidade destes recursos, em que se prioriza a pulverização do risco, bem como da cobrança de taxas majoradas. Para dívidas com perfil de longo prazo com volumes maiores a emissão de debêntures se mostra mais adequada.

O que se observa é que ao buscar diretamente os poupadores, demandando recursos financeiros em grande volume destes investidores, promove-se ganho de escala. Os custos de captação são diluídos, o que implica em menor onerosidade na contratação da dívida corporativa. Ademais, deste modo, o tomador apresenta aos credores as suas condições, não ficando sujeito às regras determinadas pelas instituições financeiras na disposição alternativa.

Historicamente, enquanto as empresas representam um conjunto de agentes de mercado deficitários, e assim sendo, demandam capital de terceiros para investimentos produtivos, as famílias estão no outro vértice, são agentes

superavitários, ou seja, destinam parte de sua renda para a poupança. Dessa forma, assim como a decisão de se financiar inteligentemente está intrínseca a existência de uma empresa, e por isso ela é tão importante para a rentabilidade e sustentabilidade de um negócio, a decisão de como investir também o é.

Nesse sentido, observa-se que o investimento em debêntures no mercado brasileiro ainda continua pouco conhecido dos poupadores domésticos, estando aquém do seu potencial. A justificativa passa por diversas causas, desde a incipiente estabilidade econômica e fase dos mercados nacionais até o ainda movediço regime jurídico do instrumento. De forma correta, esforços aparentemente estão sendo envidados em todas as frentes. Em termos acadêmicos, este trabalho busca dar sua contribuição.

É provável que dado o cenário de financiamento corporativo no país e o estágio de desenvolvimento dos mercados, muitos dos incentivos tenham que partir de políticas públicas. O avanço econômico de qualquer nação, que requer vultuosos investimentos em setores específicos, passa necessariamente por um mercado evoluído que forneça adequados mecanismos de financiamento de longo prazo e assim conduza de forma pertinente os recursos dos poupadores. Durante certo período, por culpa do mercado pouco desenvolvido e por decisões de política econômica, o Governo Federal optou - ou se viu obrigado - a participar demasiadamente na promoção das atividades empresariais através do BNDES. Entretanto, com a dívida pública em trajetória crescente, passou a modificar o aparato regulatório de forma a estimular o fomento pelos agentes privados.

Especialmente para este estudo, importa que, observando que a condição mercadológica de participação dos investidores nas emissões de debêntures voltadas à infraestrutura estava bem abaixo da ideal, em 2011, o legislador optou por conceder benefícios fiscais àqueles que se dispusessem a custear projetos de longo prazo, segundo alguns critérios, considerados importantes. Objetivando, assim, fornecer um adequado financiamento corporativo, pela indução de capital a empreendimentos, em especial de infraestrutura, que tem a capacidade de eliminar gargalos repressores do crescimento econômico.

Contudo, faz-se necessário avaliar se as isenções têm se mostrado rentáveis ao poupador frente à outras opções de alocação de capital e de fato propiciam um incentivo, canalizando recursos às respectivas emissões. Sendo mais específico, é

preciso verificar se as Debêntures Incentivadas têm possibilitado investimentos interessantes às pessoas físicas. Tal fluxo, em tese, somente ocorreria a partir do momento em que o benefício fiscal concedido efetivamente promove incremento na rentabilidade do investidor. Desta forma, o estudo se mostra relevante pois o desenvolvimento econômico do país passa necessariamente pelo crescimento do mercado de valores mobiliários, que somente será alcançado com os incentivos adequados para tal.

Felizmente, a constatação no cenário atual é de crescimento acelerado tanto na quantidade de ofertas como dos volumes envolvidos. Numa conjuntura retroalimentada, ocorre o fortalecimento do capital produtivo das empresas nacionais concomitante a abertura de novas frentes de oportunidades também para os investidores. Neste sentido, as companhias passaram a ter uma fonte segura de recursos, a um custo menor e voltado, não apenas ao capital especulativo, mas ao retorno de longo prazo.

Dado esse panorama, cumpre materializar em estudo a apresentação acima relatada. Objetivando essa empreitada, inicialmente, é necessário levantar os aspectos que importam no que tange ao instrumento financeiro de captação das sociedades anônimas. Em continuação, explorar os preceitos fiscais que se aplicam ao tema: pessoas físicas e debêntures. Tratando do imposto sobre a renda incidente nos produtos de renda fixa assim como da isenção estabelecida em 2011. A partir daí, importa buscar em fontes motivações prévias e as consequências do novo arcabouço ao longo desses 10 anos. E, por fim, examinar o impacto monetário frente às diferentes alíquotas incidentes nos investimentos concluindo se de fato há incentivo ou não.

Para isso, o presente trabalho será estruturado em três capítulos. Respeitando o escopo pretendido, o primeiro apresenta o instituto da debênture, no entanto, sem idealizar a consumação de minucioso objeto. Serão apresentadas as informações pertinentes ao desenvolvimento da pesquisa, tais como conceitos, arranjos, características, riscos, procedimento de precificação e como se dá o processo de emissão, oferta e distribuição. O segundo capítulo explora o regime tributário pertinente às debêntures, bem como examina a Lei 12.431/2011 que concede benefício fiscal para investidores de títulos com características específicas. Na última parte será avaliada a questão mercadológica e financeira dos ativos. E,

considerando principalmente a isenção concedida, mensurar o impacto na rentabilidade dos papéis.

Seguindo os objetivos acima citados, a pesquisa foi dividida em duas etapas. A primeira utilizando a metodologia bibliográfica, de abordagem teórica e qualitativa, com o intuito de expor as problemáticas apresentadas nos capítulos iniciais. No derradeiro capítulo, parte-se para uma metodologia quantitativa econométrica, com posterior abordagem qualitativa, uma vez que ocorre a participação do pesquisador na análise dos resultados obtidos.

2 DEBÊNTURES

2.1 CONCEITOS BASICOS

Inicialmente, antes de particularizar as debêntures incentivadas, é necessário primeiro introduzir os assuntos correlatos. Neste primeiro capítulo, optou-se por apresentar a classe do instrumento financeiro cuja espécie interessa à pesquisa, ou seja, decide-se esmiuçar as debêntures em geral. Dito isso, a seguir, apresentaremos quesitos históricos, legais, econômicos, mercadológicos e técnicos pertinentes à matéria.

Etimologicamente, segundo José Romeu Garcia do Amaral (2016, p.23), “a palavra debênture é de origem latina e deriva da palavra *debentur*, que tem sua raiz no verbo *debeo*”. Seu significado é o mesmo do verbo dever. Para ele seu uso remete aos tempos da Inglaterra medieval, no contexto de obrigação.

No Brasil, o instituto da debênture surgiu no século XIX, quando, de acordo com Modesto Carvalhosa (2013), na década de 1860, foram vedadas as emissões de obrigações sem autorização do Poder Legislativo brasileiro. Entretanto, a Lei nº 3.150, de 4 de novembro de 1882, modificou essa condição, sendo o Decreto nº 8.821, de 30 de dezembro de 1882, que regulamentava a referida lei, o primeiro diploma legal a utilizar a expressão “debentura”.

É nesse sentido o apontamento de Pontes de Miranda:

Ao contrário do que se lê em diversas monografias, debêntures são conhecidas no Brasil desde o século XIX, antes mesmo da crise econômica conhecida como encilhamento. Ao que se pode saber, a Lei 1.083/1860 previa as debêntures e proibia sua subscrição em massa se não havia autorização específica do Poder Legislativo. Pouco mais de vinte anos depois, na origem das causas do encilhamento, a Lei 3.150/1882 liberou tal subscrição em massa das debêntures. (MIRANDA, 2012, p.373)

A partir de então, foram sendo introduzidas no ordenamento jurídico pátrio em sintonia à evolução do nosso mercado de capitais e atualmente são disciplinadas, mormente, pelos artigos 52 a 74 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, também conhecida como Lei das Sociedades Anônimas (LSA), alterada pela Lei 9.457 de 05 de maio de 1997, Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001 e Lei 12.431 de 24 de junho de 2011.

No conturbado histórico legal das debêntures no Brasil, o ano de 1976 foi o que de fato aprimorou a proteção aos seus detentores e acabou assim tornando-as um instrumento mais atrativo. Além da LSA, também entrou em vigor a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e submeteu as debêntures, se ofertadas publicamente, às regras complementares da instituição. Paralelamente, iniciativas de auto-regulação dos mercados e a crescente estabilidade do cenário macroeconômico também têm contribuído para despertar o interesse de investidores neste produto financeiro (ANDIMA, 2008, p. 9 e 17).

Conceitualmente, de acordo com o artigo 2º, inciso I, da Lei 6.385/76 combinado com o artigo 52 da LSA, a debênture é um valor mobiliário emitido pelas sociedades anônimas, que confere aos detentores direito de crédito contra a companhia, nos termos do que dispuser a escritura de emissão e do certificado, se houver.

Nas suas lições, Lemes Júnior, Cherobim e Rigo (2016, p.300) interpretam tais valores mobiliários da seguinte forma:

As debêntures são títulos nominativos e negociáveis que representam uma parcela do empréstimo total efetuado pela emissora, em geral, para financiamento de projetos de investimento ou alongamento do perfil do Passivo, sendo assim de médio ou longo prazo.

No profundo ensinamento de André Santa Cruz (2018, p.428), a debênture é um valor mobiliário, mecanismo de autofinanciamento emitido pelas sociedades anônimas, que neste caso opera-se por meio da securitização, sendo utilizado para captar recursos através de um contrato de mútuo junto à poupadores, para os quais representa oportunidade de investimento.

Por fim, julgamos importante trazer à baila como define as debêntures o ente regulador de mercado, a CVM. De acordo com o Portal do Investidor, debênture é um valor mobiliário representativo de dívida, emitido por sociedades anônimas não financeiras, que assegura ao seu detentor um direito de crédito sobre a companhia, nas condições estabelecidas por sua escritura. Sua principal finalidade é a captação de recursos para financiar projetos de médio e longo prazo ou promover a reestruturação de dívidas (CVM, 2020).

2.2 CARACTERÍSTICAS

Quanto à forma, Fran Martins (2017) assevera que, todas as debêntures são nominativas admitindo-se as subformas registrada ou escritural. As primeiras, são representadas por certificados emitidos em nome do titular e são inscritas em nome do detentor no Livro de Debêntures do próprio emissor. Sua transferência operaria por meio de registro no Livro de Transferência de Debêntures, com posterior substituição do certificado. Contudo, devido à incompatibilidade com os modernos sistemas informatizados, tal modalidade não é mais adotada no mercado nos dias atuais.

Na escritural, amplamente utilizada, os títulos têm seu registro de propriedade lançados na conta depósito, pertencente ao debenturista, custodiada em instituição financeira autorizada. A transferência ocorre através de lançamentos de débito (alienante) e crédito (adquirente) nos assentamentos da depositária sem qualquer interferência do emissor. Esses valores mobiliários atualmente são eletronicamente registrados no Sistema Nacional de Debêntures - SND, que é administrado pela Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos – CETIP. Tais procedimentos são regulados pela Resolução CVM 31, de 19 de maio de 2021.

Os tipos mais comuns são as debêntures simples (ou não-conversíveis). Nessa classe, o título se limita a representar uma obrigação pecuniária, a ser quitada até o vencimento, da companhia devedora para com o credor. De outro modo, o título pode outorgar ao debenturista o direito adicional da conversibilidade em ações da emissora, conforme disposto no artigo 57 da LSA. Trata-se do instituto que cria as debêntures conversíveis e confere flexibilidade pois, na prática, possibilita ao investidor substituir seu direito de crédito pelo direito de participação, conforme condições previamente estipuladas.

Ainda nessa toada, podemos citar a existência das debêntures permutáveis. Criadas pelo mercado, permite-se que o pagamento seja realizado por meio da entrega de ativos diversos como, por exemplo, ações de sociedades distintas da emissora. Regulamentada na escritura de emissão, amplia sobremaneira as possibilidades de extinção da dívida (NEGRÃO, 2019).

Nas lições de Fran Martins (2017), regra geral, as debêntures têm termo final definido, prazo em que a obrigação que representam é tida como vencida. Porém, a

LSA permite, em seu artigo 55, §4º, a figura do título perpétuo. Deste modo, tem-se vencimento indeterminado, advindo mediante uma disposição contratual resolutiva, no inadimplemento do pagamento dos juros ou dissolução da companhia.

No tocante à remuneração, dispõe o artigo 56 da LSA que “a debênture poderá assegurar ao seu titular juros, fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso”. Ademais, o artigo 54, §1º, do mesmo diploma legal estabelece: “a debênture poderá conter cláusula de correção monetária, com base nos coeficientes fixados para correção de títulos da dívida pública, na variação da taxa cambial ou em outros referenciais não expressamente vedados em lei”.

As espécies de garantias outorgadas aos credores criam outra classificação às debêntures e são elencadas no artigo 58 da LSA, que diz: “A debênture poderá, conforme dispuser a escritura de emissão, ter garantia real ou garantia flutuante, não gozar de preferência ou ser subordinada aos demais credores da companhia”. Quando dotadas de garantia real, há bens dados em hipoteca, penhor ou anticrese. Na garantia flutuante há um privilégio geral sobre o ativo, sem impedir a negociação dos bens que o compõem. Se forem sem garantia, os debenturistas são equiparados aos demais credores quirografários. E, por fim, nas subordinadas, que em caso de liquidação da empresa, seus detentores têm preferência somente sobre os acionistas, conforme estipulado no artigo 83 da Lei nº 11.101/2005 - Lei de Falência e Recuperação de Empresas.

Por último, se aduz do artigo 784, inciso I, do Código de Processo Civil - Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 - que estas são consideradas título executivo extrajudicial. Mesmo as escriturais, são indiscutivelmente títulos executivos extrajudiciais, sobretudo em razão de o artigo 889, §3º, do Código Civil - Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - ter admitido expressamente os títulos de crédito com suporte meramente magnético (CRUZ, 2018).

2.3 EMISSÃO E DISTRIBUIÇÃO

Amparada no artigo 2º, §3º, inciso I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a CVM expediu a Instrução CVM 480, de 7 de dezembro de 2009, normatizando que “O emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de

sociedade anônima, exceto quando esta Instrução dispuser de modo diverso”. Destaque-se que, por força do artigo 3º, §2º, inciso I, da Lei 13.506, de 13 de novembro de 2017, é vedado às instituições financeiras emitir debêntures.

A Sociedade Anônima trata-se de uma das diversas espécies de sociedades reguladas pelo Direito Comercial, sendo a mais ajustada forma societária dos grandes empreendimentos econômicos (CRUZ, 2018). Sua principal característica é a distribuição do capital em ações (tipo de valor mobiliário), cujos sócios limitam-se pelas obrigações sociais ao preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir, nos termos do artigo 1.088 do Código Civil - Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. As companhias, como são chamadas, também têm seu regramento na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (COELHO, 2016).

O artigo 4º do referido diploma legal, distingue as companhias entre fechadas e abertas. Para ser apta a ter seus valores mobiliários negociados em bolsa ou mercados de balcão e, portanto, ser classificada como aberta, a emissora deve registrar-se na CVM, cumprindo os requisitos formais para a supradita concessão. Notadamente, é necessário tornar públicas informações contábeis periodicamente. As demais companhias são consideradas fechadas.

Cumpra aqui, chamar a atenção sobre confusão geralmente perpetrada pelo público geral e investidores mais leigos: as companhias abertas não necessariamente são aquelas que têm ações negociadas em bolsa. O parágrafo 3º do supracitado artigo admite a classificação das sociedades, pela CVM, de acordo com as classes e espécies de valores mobiliários autorizados nos mercados. Ou seja, é plenamente possível que uma companhia submeta-se ao processo de abertura e limite-se a colocar somente debêntures para que sejam publicamente negociadas.

Antes de prosseguir, instrua-se que também não devemos confundir emissão com oferta. A primeira é o processo interno da empresa na criação das debêntures, sendo caracterizado pela declaração unilateral da vontade. A posterior oferta, que pode ocorrer de forma pública ou privada, é que vai permitir a formação de relação bilateral junto aos investidores subscritores. Ademais, a característica bifásica das debêntures, permite inclusive sua emissão para objetivos distintos do mútuo, como a dação em pagamento, por exemplo (EIZIRIK, 2015).

O entendimento é confirmado pela redação constante no Parecer Jurídico 005, de 19 de fevereiro de 1986, da CVM, *ipsis litteris*:

Os títulos oriundos de uma emissão não são criados pública ou particularmente. Pública ou particular será a forma de oferecer os valores mobiliários criados a seus tomadores. Assim, os adjetivos pública ou particular não são qualificativos adequados à emissão, mas sim à colocação dos valores mobiliários emitidos, junto aos investidores que atuam no mercado de valores mobiliários. (CVM, 1986)

As ofertas privadas são aquelas que não se destinam ao público em geral, e seus investidores-alvo se limitam a um círculo muito restrito. As exigências legais são menores, como demonstraremos a seguir, quando comparadas às públicas. De qualquer modo, a companhia, previamente à emissão, já deve adequar-se aos requisitos caso deseje realizar a oferta de maneira pública, ou até de maneira privada, mas desejando que os títulos sejam admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

No que concerne a emissão de debêntures, o artigo 59 da LSA prescreve que compete privativamente à Assembleia Geral deliberar sobre o tema. Contudo, para as companhias abertas, há previsão legal, nos parágrafos do mesmo artigo, autorizando deliberação pelo Conselho de Administração sobre a emissão de debêntures não-conversíveis (simples), caso o estatuto social não vede, e de debêntures conversíveis, se o estatuto expressamente autorizar. Tais delegações tornam mais célere o processo, uma vez que menos burocráticos, agilizando a tomada de decisão e incrementando as chances de sucesso. Os incisos que seguem o caput, elencam as matérias objeto de análise pelo órgão deliberativo.

Estabelecidos os termos e aprovado o procedimento, confeccionar-se-á uma escritura de emissão. No dito documento, se dispõem as regras e as características dos ativos, tais como prazos, fluxo de pagamentos, fórmula de cálculo, indexador, além das condições impostas à companhia ao longo da vida do título (MARTINS, 2017). Na redação do artigo 61 da LSA: “a companhia fará constar da escritura de emissão os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas ou condições”. Em outras palavras, é o contrato que rege o ativo após a sua subscrição. De acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros (ANBIMA), em seu portal específico de debêntures, esse é o documento mais importante do processo de financiamento e investimento, fixando direitos e deveres (AMBIMA, 2020).

A escritura de emissão também deve nomear um agente fiduciário que é o responsável pela defesa dos interesses dos debenturistas, inclusive, desde já, previamente à existência de credores de fato. Porém, essa figura é facultativa caso a emissão não objetive a negociação dos papéis no mercado mobiliário. Estão autorizados exercer esta função qualquer pessoa física que cumpra os requisitos legais ou uma instituição financeira autorizada pelo Banco Central do Brasil (COELHO, 2016).

O prosseguimento do processo de emissão de debêntures deve obedecer às exigências formais de registro e publicidade, elencadas no artigo 62 da LSA, sob pena de responsabilização dos administradores por perdas e danos, a saber:

Art. 62. Nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os seguintes requisitos:
I - arquivamento, no registro do comércio, e publicação da ata da assembléia-geral, ou do conselho de administração, que deliberou sobre a emissão;
II - inscrição da escritura de emissão no registro do comércio;
III - constituição das garantias reais, se for o caso. (BRASIL, 1976)

Após emitidas, as debêntures, usualmente, serão alvo de oferta de distribuição. Conforme elucida José Amaral (2016), esse procedimento pode ocorrer de forma pública ou privada. Quando privada, pode ser realizada por qualquer companhia, ao largo da CVM, entretanto sem qualquer tipo de apelo à poupança popular. Essencial que a busca por interessados ocorra de forma direta, sem a utilização de meios ostensivos para conduzir o procedimento.

Se pretende realizar oferta pública, a empresa deve estar registrada como companhia aberta junto à CVM. Para estruturar e gerenciar o processo, deve-se contratar uma instituição financeira, que será o coordenador-líder. A esse compete protocolar o registro da emissão na CVM, realizar diligências sobre a conformidade das informações prestadas pela emissora, elaborar o prospecto de distribuição, apresentar a operação e mensurar a demanda junto ao mercado, formar um pool de distribuição junto a outras instituições, definir uma taxa justa de remuneração do ativo e, por fim, intermediar o recebimento das ordens dos investidores (AMARAL, 2016).

As ofertas públicas serão regidas pela instrução CVM 400, de 29 de dezembro de 2003, se na modalidade de distribuição com esforços amplos, ou pela instrução CVM 476, de 16 de janeiro de 2009, se restritos. Esta última, simplifica o processo e reduz custos, eliminando uma série de obrigações, uma vez que se destina exclusivamente a público específico. Os artigos 2º e 3º, incisos I e II, da derradeira

supracitada normativa, autoriza apresentar a oferta para até 75 investidores profissionais sendo 50 a quantidade máxima de subscritores.

Sobre investidores profissionais, o rol consta no artigo 9-A da Instrução CVM 539, de 13 de novembro de 2013, *in verbis*:

Art. 9º-A São considerados investidores profissionais:

I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A;

V – fundos de investimento;

VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira

de valores mobiliários autorizado pela CVM;

VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores

de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;

VIII – investidores não residentes. (BRASIL, 2013a)

As ofertas públicas distribuídas através de esforços amplos é um processo de captação baseado na poupança popular. É o principal meio de acesso das pessoas físicas, objetos da pesquisa, aos títulos recém emitidos. Conseqüentemente, há uma série de exigências, como registrar e submeter previamente a oferta ao crivo da CVM, publicar e divulgar amplamente o prospecto de distribuição, requisitos diversos quanto ao recebimento de reservas, fatos relevantes, normas de conduta, etc. De maneira geral, as instituições participantes deverão fornecer, de modo igualitário, todas as informações necessárias à tomada de decisão pelos investidores, inclusive e especialmente de varejo (BRASIL, 2003).

A sociedade poderá efetuar mais de uma emissão de debêntures, e cada emissão pode ser dividida em séries. As debêntures da mesma série terão igual valor nominal. Também conferirão aos seus titulares idênticos direitos. É o que se depreende da doutrina de Ricardo Negrão:

A companhia, de acordo com sua necessidade, pode realizar várias emissões, podendo dividi-las em séries que guardarão, em cada conjunto, as mesmas características de valores nominais e a concessão de iguais direitos. (NEGRÃO, 2019, P.141)

Destarte, é notável que há uma convergência de interesses entre debenturistas de mesma série ou emissão. E, portanto, a lei lhes resguarda o direito

de a qualquer instante se reunirem em assembleia para discutir e deliberar matérias correlatas. É nesse sentido a lição de Carvalhosa (2013), ao ensinar que os titulares das debêntures formam uma comunidade administrada por seus órgãos: o agente fiduciário e a assembleia geral - artigos 66 e seguintes e 71 da Lei nº 6.404/1976. Essas entidades devem resguardar os direitos da coletividade dos debenturistas nos limites da lei e da escritura de emissão.

A contraparte existente no processo de oferta e distribuição é o agente de mercado superavitário. Detentor do capital desejado pela companhia, o potencial debenturista obviamente aceitará participar da distribuição, subscrevendo-a, caso entenda que as condições apresentadas revelem-se interessantes ao investimento. Em termos de mercado, faz-se necessário, para o sucesso da oferta, que a sociedade emissora remunere os poupadores de forma relativamente compatível com as demais opções disponíveis.

É nessa linha o ensinamento de André Santa Cruz (2018) quando afirma que de maneira geral observa-se uma certa liberdade para a sociedade criar a debênture. Mas, obviamente, deve fazê-lo considerando, além dos seus, os interesses dos poupadores. Estes, ao não sentirem-se atraídos por uma boa alternativa de investimento, não irão adquirir as debêntures. Na forma infrutífera, a operação de captação de recursos pretendida pela companhia restará frustrada.

O processo de distribuição dos valores mobiliários pela companhia diretamente aos investidores é chamado de mercado primário, cuja função precípua é justamente angariar capital do patrimônio estático dos poupadores e transformá-lo em recursos financeiros de atividades econômicas produtivas. Após a integralização por parte dos subscritores e o conseqüente recebimento dos papéis, forma-se o mercado secundário do ativo, que tem por função prover liquidez. É nele que os debenturistas, podem transacionar seus títulos antes do vencimento e converter os mesmos em dinheiro. Entretanto, para que isso ocorra, é necessário que haja uma contraparte, ou seja, outro agente interessado em comprá-los (EIZIRIK, 2015).

2.4 FATORES DE RISCO E PRECIFICAÇÃO

Em virtude da apresentada variabilidade, as debêntures, que oferecem numerosas possibilidades de engenharia financeira, apresentam graus de risco bastante diferenciados. Portanto, devem ser mensurados caso a caso, e jamais menosprezados pelo investidor.

A fim de justamente precificar a captação, a composição dos juros remuneratórios há de considerar todos os riscos inerentes ao investimento. Nesse aspecto cumpre-nos apresentar a lição de Sheng e Saito:

A taxa de juros de um título de dívida é composta de uma taxa de juros básica e de um spread que representa prêmios pelos diversos riscos específicos de cada título. Enquanto a taxa de juros básica é composta por uma taxa de juro real livre de risco e uma taxa de inflação esperada durante a vida do título, o spread é composto principalmente pela remuneração do risco de inadimplência. (SHENG; SAITO, 2005, p.194)

Como observado, é primordial examinar o risco de crédito ou de inadimplência. Sobre este conceito, a AMBIMA (2019) alerta que representa a probabilidade de a devedora não honrar os compromissos assumidos com os investidores, ou seja, no jargão popular: dar um calote nos debenturistas. Para melhor quantificá-lo, praticamente a totalidade das emissões contam com uma nota de crédito atribuída por agências classificadoras, que também devem registrar-se na CVM para operar no país.

De acordo com a Moodys (2020), uma das mais conceituadas agências de *rating* que opera no Brasil, “uma classificação é uma opinião sobre a capacidade futura, a responsabilidade jurídica e a vontade de um emitente efetuar, dentro do prazo, pagamentos do principal e dos juros de um título específico de renda fixa”. Além da já citada, Fitch e Standard&Poor’s somam-se ao conjunto de agências que concentram as análises nos mercados. Cumpre observar que, via de regra, debêntures de alta qualidade implicam em taxas de rentabilidade inferiores. Fabio Ulhoa Coelho (2016, p.106) é enfático neste aspecto ao observar que: “...os credores, ao negociarem os seus créditos, podem incluir nos preços uma taxa de risco associada à perda decorrente da falência da sociedade.”

Como já tratado anteriormente, a lei classifica as debêntures de acordo com a espécie de garantia ofertada: real, flutuante, sem garantia e subordinada. Num exercício de lógica de mercado no sentido de risco-retorno, pode-se facilmente

concluir que quanto menos garantido estiver o crédito, maior rentabilidade será exigida do ativo. No intuito de reduzir o custo de captação, garantias adicionais (*fidejussória*, *covenants*, etc) podem ser fornecidas (BORBA, 2005).

Em que pesem o ganho de participação relativa das debêntures no mercado de capitais brasileiro e todos os esforços envidados para o desenvolvimento do mercado secundário, a sua liquidez ainda é relativamente baixa, sendo, por exemplo, menor que a observada para títulos públicos e ações. O chamado risco de liquidez é fator preponderante no gerenciamento de uma carteira de ativos e, por se tratar de risco, implica no encarecimento do mercado primário, ou seja, incremento no custo da dívida para a firma. Trata-se, conceitualmente, da falta de negociabilidade que inviabiliza vender um ativo de forma suficientemente rápida para minimizar ou prevenir uma perda, estando vinculada tanto ao volume transacionado quanto número de operações e a quantidade de dias com negócios realizados (AMARAL, 2016).

Referência a tal risco pode ser encontrada em prospecto de emissão de debêntures, datado de 2019, de projeto da Petróleo Brasileiro S.A. onde se lê:

Atualmente, o mercado secundário brasileiro apresenta baixa liquidez para negociações de debêntures. Os subscritores das Debêntures não têm nenhuma garantia de que no futuro terão um mercado líquido em que possam negociar a alienação desses títulos, caso queiram optar pelo desinvestimento. Isso pode trazer dificuldades aos titulares de Debêntures que queiram vendê-las no mercado secundário.

Felizmente, segundo dados do Ministério da Economia (BRASIL, 2020, p.18), paulatinamente este mercado tem se desenvolvido, com incremento tanto de volume quanto de transações. A verdade é que se faz necessário a criação de um círculo virtuoso que demanda políticas públicas conjuntamente com a participação de instituições e agentes de mercado, bem como a passagem de certo período de tempo, para permitir o seu crescimento. Fomentar a pulverização deste mercado é parte essencial do processo.

Riscos de mercado são fatores macroeconômicos e exógenos que impactam todas as empresas, tais como desaceleração da economia, crises, inflação, novos marcos regulatórios, etc. Estes eventos afetam o comportamento do preço dos ativos, que está vinculado a diversas variáveis que oscilam de acordo com as condições do mercado. Para entender e medir as possíveis perdas devido às flutuações dos mercados, seria necessário identificar e quantificar todas as variáveis que influenciam de forma direta ou indireta o preço do papel (BRUNI, 2005).

O Banco Central do Brasil (BCB), na Resolução CNM 4.557, de 23 de fevereiro de 2017, define o risco de mercado como a possibilidade de ocorrência de prejuízo resultante da flutuação no valor de mercado de instrumentos financeiros, em decorrência da alteração das taxas de juros, da variação cambial e dos preços das mercadorias. Resumidamente, é a apuração do potencial de declínio no valor de um título associada única e exclusivamente a movimentos adversos das variáveis de mercado.

Diante disso, percebe-se que, se a debênture não for atrativa, oferecendo garantias ao poupador, este não a verá como uma alternativa de investimento, e conseqüentemente não a subscreverá. Porquanto nenhum investidor adquire debêntures ou qualquer outro valor mobiliário de uma companhia aleatoriamente: seu interesse é obter um bom retorno financeiro, já que para ele a operação é vista, frise-se, como um investimento (CRUZ, 2018).

Dadas todas as características constantes na escritura de emissão, as instituições participantes da oferta consultarão o mercado para justamente precificar os papéis, num processo conhecido como *bookbuilding*. Trata-se de uma espécie de leilão, realizado por meio de uma coleta de intenções de investimento, em que se identificará a taxa de remuneração adequada de acordo com o volume ofertado e a demanda junto ao público-alvo. Os investidores analisam a emissão de forma que o investimento contemple uma relação de risco-retorno adequada naquele prazo, compensando carregar o ativo até seu vencimento (ANDIMA, 2008).

A respeito da tributação aplicável sobre o instrumento financeiro abordado nesta parte inicial, a temática é extensa. Pela relevância do tópico para o presente estudo, faz-se necessário o desenvolvimento de capítulo específico e, portanto, a matéria será tratada na sequência.

3 IMPOSTO SOBRE A RENDA

3.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS

O presente capítulo intenta apresentar conteúdo que tangencia as debêntures incentivadas em matéria tributária. Entretanto para esse objetivo, é forçoso que se construa um encadeamento de assuntos correlatos, partindo-se de tópicos fundamentais que alicerçam o tema.

Alexandre (2017) introduz que um Estado existe para alcançar o bem comum. Para realizar essa tarefa, precisa ter acesso a recursos financeiros. Basicamente, o faz de duas maneiras: receitas originárias, pelas quais o poder público obtém receitas patrimoniais ou empresariais, imbuindo-se aqui de práxis semelhante a um particular; e por meio das receitas derivadas, em que o Estado toma suas tradicionais vantagens previstas pelo regime jurídico de direito público, doravante a edição de leis tornando ao particular obrigatória a disposição de valores aos cofres públicos. Por exemplo, do cidadão que obtiver receitas ou qualquer tipo de proventos, ditos de qualquer natureza, sobre os quais incidirão impostos independentemente de sua manifesta vontade. Ou seja, para garantir a prestação de serviços e cumprir suas obrigações com a sociedade, o Estado impõe a extração de uma parcela da riqueza produzida pela mesma.

Nessa toada, a tributação é o poder do Estado de buscar recursos financeiros no patrimônio privado, estando compatibilizada com o direito de propriedade. Tal arbítrio, tem por função principal angariar receitas que possibilitem aos governantes prover soluções às necessidades públicas e coletivas, exercitando suas inerentes atribuições. Assim sendo, a soberania tributária deve ser concebida de forma que promova a justiça social, seguindo os direitos e garantias indispensáveis aos cidadãos e que o objetivo de uma vida honrada para eles seja alcançado. Deve, portanto, ser encarada como mecanismo da própria sociedade para o alcance dos seus objetivos, por intermédio do Estado Democrático de Direito, Social e Tributário (PAULSEN, 2012).

No que concerne ao ordenamento jurídico pátrio, a Constituição Federal de 1988 dedica um capítulo, inserido no TÍTULO VI, para tratar do Sistema Tributário Nacional. A carta magna sintetiza uma lei vedante, quando prescreve limitações ao

poder de tributar - especialmente nos artigos 150, 151 e 152 - que se destinam aos órgãos políticos e que devem ser observadas no exercício de suas atribuições. Ainda imerso neste conteúdo, o artigo 146 aponta que impende à Lei Complementar a fundamentação dos elementos, as espécies e definição dos tributos, entre outros parâmetros normativos atinentes à matéria tributária. Nessa senda, a Lei 5.172, de 25 de outubro de 1966, denominado Código Tributário Nacional (CTN), estabelece:

Art. 2º O sistema tributário nacional é regido pelo disposto na Emenda Constitucional n. 18, de 1º de dezembro de 1965, em leis complementares, em resoluções do Senado Federal e, nos limites das respectivas competências, em leis federais, nas Constituições e em leis estaduais, e em leis municipais. (BRASIL, 1966)

Ainda, o artigo 96 define a expressão "legislação tributária" como o conjunto de regramentos que engloba: "as leis, os tratados e as convenções internacionais, os decretos e as normas complementares que versem, no todo ou em parte, sobre tributos e relações jurídicas a eles pertinentes." (BRASIL, 1966). Segundo Ricardo Alexandre (2017), a menção à Emenda Constitucional nº 18/1965 deve ser interpretada como uma referência à Constituição vigente. Assim, os artigos se complementam, perfazendo as fontes do Direito Tributário pátrio – em todas as suas formas, desde a regra primária constitucional até o mais simples ato normativo.

Progredindo, o artigo 3º do CTN define:

Art. 3º Tributo é toda prestação pecuniária compulsória, em moeda ou cujo valor nela se possa exprimir, que não constitua sanção de ato ilícito, instituída em lei e cobrada mediante atividade administrativa plenamente vinculada. (BRASIL, 1966)

Portanto o tributo constitui uma prestação continuada, de caráter compulsório, previsto em lei, que não se confunde com multa e cuja cobrança se dá mediante lançamento. Em outras palavras, é um valor, expresso em Reais, de recolhimento obrigatório, a ser pago em dinheiro, desde que não seja fruto de uma pena. Este, somente é devido se assentado em lei e se cobrado por ente detentor daquela competência. Destas definições destacam-se três principais características: a obrigação, a legalidade e a plena atividade administrativa a ela vinculada (SABBAG, 2020).

Nessa conjuntura, existem o devedor, que é o sujeito passivo, e o credor, que é o sujeito ativo. Este último se encontra definido no artigo 119 do Código Tributário Nacional (CTN) que versa: "Art. 119. Sujeito ativo da obrigação é a pessoa jurídica de

direito público, titular da competência para exigir o seu cumprimento” (BRASIL, 1966). Melhor explicado nas lições de Sabbag (2020) quando afirma que como titular do polo ativo (credor), na relação, existe a entidade tributária: a pessoa jurídica de direito público interno (fiscais: federal, estadual, municipal e distrital). E, por seu turno, o contribuinte (pessoa física ou jurídica) encontra-se em posição passiva.

Ricardo Alexandre (2017) destaca que o ente estatal também é capaz de figurar como devedor (sujeito passivo), distinguindo-se pelas espécies de receita em análise em cada caso - se de direito público ou privado - e não no que diz respeito ao polo da relação jurídica existente.

Tenhamos em mente que o CTN data de 1966, período onde imperava a Constituição de 1946, tendo sido sancionado como Lei Ordinária. Por força do conteúdo normativo da nova Constituição de 1988, o aludido código foi recepcionado com status de Lei Complementar. Note-se que já em 1967 havia adquirido essa condição com a promulgação da penúltima lei maior - que criou no direito brasileiro a figura da Lei Complementar. Deste modo, somente pode ser revogada ou alterada por similar veículo normativo, assim como quaisquer futuras normas gerais de matéria tributária (ALEXANDRE, 2017).

Majoritariamente, a doutrina apresenta uma Teoria Pentapartida quando se fala das espécies tributárias que estruturam o Sistema Tributário Nacional (STN). Claramente elencados no artigo 145 da Carta Magna e no artigo 5º do CTN, têm-se os impostos, taxas e contribuições de melhoria. Além destas três, os empréstimos compulsórios e as contribuições especiais (designadas como gênero), são as derradeiras espécies que se inserem nessa corrente teórica. Ratificadas jurisprudencialmente, também passaram a ser considerados tributos, uma vez que suas características os enquadram na definição do supracitado artigo 3º do mesmo código. Ademais, estão discriminadas no Sistema Tributário Nacional - Capítulo I do Título VI da CF/88 - com a exigência de que devem cumprir princípios tributários (SABBAG, 2020).

3.2 ARCABOUÇO NORMATIVO

Direcionando os conceitos no sentido do estudo, consta no artigo 16 do CTN a definição de imposto: “é o tributo cuja obrigação tem por fato gerador uma situação independente de qualquer atividade estatal específica, relativa ao contribuinte”. Ou seja, é uma cobrança geral desvinculada de qualquer contraprestação em relação ao particular. Tanto o é que o conceito é reforçado no artigo 167, inciso IV, da CF/88, onde veda-se a aplicação específica do produto da arrecadação. Na prática, o particular não tem como determinar quais atividades estatais foram custeadas de fato por aquele montante específico pago a título de imposto.

Nos ensinamentos de Sabbag (2020) trata-se de obrigação desencadeada independentemente de qualquer atividade estatal em particular, seja em relação à vida, atividades ou bens do contribuinte. Esse tributo encontra respaldo também no artigo 145, inc. I e §1º da Carta Magna de 1988. Onde verifica-se que não está relacionado às atividades do Estado, ou seja, refere-se às atividades das pessoas e se limita à esfera privada do contribuinte.

Nesse sentido, Paulsen (2012) também observa que os fatos geradores dessa espécie de tributo são situações relacionadas ao contribuinte, apenas. Outrossim, cita o princípio da não afetação, onde as receitas não podem ser designadas previamente a determinado órgão, fundo ou despesa. A destinação dos impostos deve ser vertida às despesas genéricas do Estado, pelos critérios estabelecidos mediante lei orçamentária.

Alexandre (2017) afirma que os impostos são classificados na medida do possível de acordo com o montante de recursos econômicos que extrapolam o necessário para que o contribuinte satisfaça suas necessidades básicas e também poupe recursos a fim de promover suas atividades, que é entendido como capacidade econômica. Importa que, na atual Constituição, o princípio é apenas vinculativo para instituir os impostos, não impedindo que seja aplicado às demais espécies tributárias, conforme tem interpretado o STF (RE 232.393/SP). A Carta Magna elenca, de modo taxativo nos artigos 153, 155 e 156, o rol de impostos Federais, Estaduais e Municipais, respectivamente.

Dentre aqueles competentes à União, interessa-nos esmiuçar o outorgado no artigo 153, inciso III, que incide sobre “renda e proventos de qualquer natureza”.

Historicamente, esta obrigação foi instituída no Brasil através da Lei 4.625 de 31 de dezembro de 1922, mais especificamente em seu artigo 31, no qual especificou a Receita Geral para o exercício de 1923 da República dos Estados Unidos do Brasil:

Art. 31. Fica instituído o imposto geral sobre a renda, que será devido, anualmente, por toda a pessoa física ou jurídica, residente no território do país, e incidirá, em cada caso, sobre o conjunto líquido dos rendimentos de qualquer origem (BRASIL, 1922).

O Texto Constitucional de 1988 afirma que é responsabilidade da União tributar rendas e ganhos que, a partir da reforma de 1965, passou incluir receitas advindas de proventos de qualquer natureza, cuja aplicabilidade de incidência seguiria os estatutos da universalidade, progressividade e generalidade estabelecidos em lei. Observa-se, nestes termos, que o popularmente conhecido “Imposto de Renda”, não recai apenas sobre a renda em si, mas vai além.

Segundo os ensinamentos de Sabbag (2020), esta obrigação é de cunho pessoal – em contraposição aos reais – e possui caráter fiscal, sendo a principal fonte de receita da União. Este ente é designado o sujeito ativo da relação intersubjetiva tributária, ou seja, a pessoa jurídica de direito público competente para a exigência do imposto e, em última instância, seu credor.

O artigo 153, §2º, da CF prescreve os já citados princípios específicos a serem considerados na sua instituição: generalidade, universalidade e progressividade. A primeira deve nortear o legislador no sentido de compelir que todos os contribuintes que obtenham acréscimo patrimonial se sujeitem à incidência do imposto. A universalidade consiste que todo o conjunto de rendimentos ou proventos das mais diversas espécies esteja submetido indistintamente a essa tributação. E, por último, a progressividade atua no sentido de determinar incremento das alíquotas conforme maior seja o crescimento patrimonial (NOVAIS, 2018).

Nas lições de Alexandre (2017), esta diretriz advém de outros princípios. Numa leitura horizontal da Isonomia, a exigência de tratar de forma igualitária circunstâncias equivalentes implica que todas as pessoas, bem como rendas e proventos, estejam subordinados à obrigação. Já numa leitura vertical, a necessidade de tratamento diferenciado às situações desiguais - na proporção da desarmonia - impõe taxação majorada para rendimentos e proventos mais elevados, tangenciando desse modo o princípio da Capacidade Contributiva. Objetiva-se assim um efeito de

redistribuição de renda: assegurar que os mais dependentes da prestação estatal, como em saúde e educação, por exemplo, sejam proporcionalmente menos onerados.

Cassone (2018) explicita que a universalidade é o padrão comum à maioria das pessoas. Universal implica dizer que o pagamento do IR recai sobre todos, independentemente da origem da renda, localização, nacionalidade ou origem da pessoa. Universalidade e generalidade indicam que a referida obrigação se aplica a todos, não cabendo distinção entre as pessoas e suas ocupações, sem critérios de seletividade tributária. No estatuto da progressividade, os percentuais de incidência do imposto aumentam em consonância ao aumento dos ganhos dos indivíduos. Então, aquele que ganha mais, irá pagar mais imposto. Os que ganham menos, pagam menos impostos, o que torna a progressividade uma maneira pela qual se faz a redistribuição de renda.

A seção IV do CTN, em seus artigos 43 a 45, estabelece as normas gerais inerentes à obrigação, estipulando os moldes para o fato gerador, base de cálculo, contribuintes, etc. Este diploma legal prevê, na jurisdição da União, a tributação dos ganhos e rendimentos, independentemente de sua natureza. Isto é, a obtenção de rendimentos econômicos ou jurídicos, de capital, de trabalho ou uma associação de ambos, e ganhos de qualquer natureza. Em suma, aumentos do patrimônio, independentemente da forma. Ressalte-se ainda que o CTN determina que a incidência da obrigação está dissociada da nomenclatura do rendimento, sua fonte, nacionalidade, personalidade jurídica ou ainda o meio de recebimento, e se ocorrer por receitas ou rendimentos do exterior, a lei determinará a sua disponibilidade, condições e prazos de tributação dos acréscimos patrimoniais obtidos durante o exercício.

É considerado um tributo que faz uso dos pressupostos constitucionais de isonomia e capacidade contributiva, visto que incide sobre o incremento de patrimônio do indivíduo. Necessário também esclarecer que o Imposto Sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza (IR) encontra já na Carta Magna de 1988 a distinção entre “proventos de qualquer natureza” e “renda” e tal esclarecimento se aprofunda no CTN, diversas outras leis e no Decreto nº. 9.580 de 22 de novembro de 2018, Regulamento do Imposto de Renda – RIR/2018.

De acordo com Paulsen (2012, p.363), extrai-se do texto do artigo 43 do CTN, o fato gerador (aspecto material do imposto), ou seja, o evento que faz surgir a obrigação tributária, *in verbis*:

Art. 43. O imposto, de competência da União, sobre a renda e proventos de qualquer natureza tem como fato gerador a aquisição da disponibilidade econômica ou jurídica:

I - de renda, assim entendido o produto do capital, do trabalho ou da combinação de ambos;

II - de proventos de qualquer natureza, assim entendidos os acréscimos patrimoniais não compreendidos no inciso anterior. (BRASIL, 1966)

Quanto ao conceito de fato gerador, Mcnaughton (2019) o define como o marco concreto em que cabe a possibilidade de incidência tributária, gerando a obrigação. E o fato gerador se difere da hipótese de incidência, conforme explica Sabbag (2020), uma vez que o “fato imponible” ou “fato gerador” é a própria materialização da hipótese de incidência, constituindo-se no ato concreto de sua realização. Acrescenta que uma hipótese de incidência é uma situação descrita por lei, uma multiplicidade de fatos definidos pelo legislador no mundo fenomênico, que, a partir da materialização em um evento desencadeador, dão origem ao passivo tributário.

Acerca de outros conceitos extraídos do texto legal, é importante transcrever o texto de Novais (2018, p. 197) para melhor definição dos contornos normativos acerca do momento da disponibilidade:

Apesar das infindáveis discussões doutrinárias e jurisprudenciais quanto ao momento dessa disponibilidade, tem-se entendido como econômica aquele concreto acréscimo de dinheiro ou coisas conversíveis em dinheiro (pode usar, gozar, dispor) e jurídica quando apenas obtém direito a crédito (ainda não dispõe efetivamente dos valores).

Gonçalves (1997) ressalta que os limites de receita devem ser apresentados, considerando apenas o resultado líquido entre ganhos e gastos em determinado espaço de tempo. A Lei Fundamental de 1988 imprime conceito amplo sobre renda, incluindo proventos, porém, o entendimento supera os limites já previstos no artigo 43, incisos I e II do Código Tributário Nacional, que preconizam o imposto de competência da União e preveem como fato gerador o alcance de disponibilidade econômica ou jurídica de renda, fruto de trabalho, de capital, ou ainda de ambos, ou de recursos de qualquer natureza que ensejem em acréscimos patrimoniais.

Notadamente, os legisladores têm tentado conceituar “renda” e “proventos” separadamente no CTN, por serem elementos dissemelhantes, distintos, mesmo que

próximos, resultando disto uma divisão quanto ao “acréscimo patrimonial”, tornando este em gênero, enquanto que “renda” e “proventos” são espécies. Encontrando melhor compreensão nos esclarecimentos de Luciano Amaro (2014), os aumentos patrimoniais podem advir da renda, resultado do capital, trabalho ou uma combinação dos dois, e; proventos, tidos como aumentos no patrimônio líquido que não são gerados por capital ou trabalho, inclusive rendimentos provenientes de atividades ilícitas.

Alexandre (2017) aclara que o elemento central deste imposto é a percepção de rendimentos que possibilitem acréscimo patrimonial. Isso porque a propriedade antecedente a obtenção destas receitas, deve estar defusa do IR. Se por um lado, um fluxo de novas riquezas só representará ou não renda tributável após a devida avaliação. Por outro, não há que se falar em acréscimo patrimonial sem a incidência do encargo. Outrossim, para atrair a ocorrência do fato gerador dessa obrigação é irrelevante a circunstância desse incremento ter sido consumido ou acumulado, antes ou depois da apuração. Importa a aquisição - jurídica ou econômica – dos valores, sem que se cogite em nenhuma hipótese, o destino que lhes será dado. De todo modo, na subsunção de um recurso auferido ao critério material do artigo 43 do CTN, é imperioso também examinar o critério quantitativo do artigo 44 e demais legislações inerentes ao imposto sobre a renda, até que se torne receita tributável, estando ainda sujeita a ajustes. Este montante, ainda pode ser tido como isento ou sujeito à alíquota de 0% de IR.

Note-se que o fato gerador deste tributo não abrange todos e quaisquer movimentos patrimoniais, pois há ingressos que não se enquadram no conceito de renda e proventos de qualquer natureza. A própria jurisprudência tem sedimentado o entendimento que indenizações, por exemplo, não ensejam a incidência do imposto. O motivo é que a despeito de aparentarem implicar acréscimo de posses, ingressando no patrimônio, na verdade, somente reparam uma perda, recompondo-o, consoante STF, RE 188.684-6 e STJ, REsp 625.506/RS. Considerando o prisma indenizatório, o STJ editou diversas Súmulas: 125, 136, 215, 386 e 498. A última, versa sobre dano moral, feita em sede de acórdão sujeito ao regime dos recursos repetitivos. Na cognição, nessas indenizações também não existe dilatação econômica, as indenizações reparam perdas de patrimônios imateriais (PAULSEN, 2012).

Carneiro (2020) enfatiza que a riqueza tem seu conceito baseado na propriedade em um sentido permanente. No entanto, pós industrialização, com a ampliação da produção, passou-se a medir a riqueza pela lucratividade ou pelo produto criado pelo uso da propriedade por certo tempo. Nesse sentido, explicita que, para efeitos fiscais, a concepção de propriedade evolui para a definição de patrimônio, no entendimento de que todos os bens materiais ou trabalho produtivo pertencentes a um certo indivíduo, constituem em patrimônio que pode gerar riqueza e, por conseguinte, rendimento. Portanto, patrimônio é tudo o que pode ser transformado em aumento de riqueza. O patrimônio lucrativo de um certo indivíduo pode consistir em bens imóveis, bens móveis ou mão de obra própria, desde que qualquer um desses elementos, combinados ou separados, possa gerar renda.

Em que pese o imposto sobre a renda atinja os indivíduos majoritariamente em sua percepção mensal de rendimentos, fruto do trabalho, este estudo foca na incidência do mesmo atinente aos ganhos de capital. O Brasil, assim como a maioria dos países, adota um modelo em que os rendimentos provenientes de investimentos financeiros sujeitam-se a um tratamento preferencial, ou seja suas alíquotas tendem a ser inferiores à regra geral. Isso porque, estudos de política econômica e fiscal prescrevem tratamento favorável em virtude das consequências advindas do modelo de tributação ordinária nos países onde é adotada. Um tratamento não favorável à essa modalidade de renda tende a inibir novos investimentos, freando o crescimento econômico. (LEONETTI, 2002)

3.3 INCIDÊNCIA EM APLICAÇÕES DE RENDA FIXA

Para os fins desta pesquisa, cabe aprofundar o saber em relação ao imposto sobre a renda decorrente dos ganhos auferidos pelas pessoas naturais e residentes, nos mercados financeiros e de capitais, especialmente em investimentos de renda fixa. Conforme apresentou Quiroga Mosquera (1998), a velocidade com que emergem novos investimentos financeiros ditam aos legisladores tributários a urgência de fiscalização legal e identificação de fatos submetidos à tributação.

A tributação da riqueza gerada no mercado financeiro não é ignorada pelos governos, excetuando-se aqui os países ditos paraísos fiscais, que utilizam da isenção como estratégia de atração de fluxo monetário para si. Ao analisar o imposto sobre a

renda nos mercados financeiros, surgem algumas dificuldades, a começar, é claro, pela diversidade e complexidade dos negócios ali realizados.

Os mercados de renda fixa, por sua vez, são definidos como aqueles formados por negociações focadas em pagar, a título de juros, dinheiro em valores específicos e pré-determinados. Sendo, portanto, conhecidos ou prontamente conhecidos desde o momento da aplicação inicial e tidos assim como fixos. A remuneração destes contratos, tem por principal característica a liquidação mediante utilização de índices, moedas, coeficientes, taxas ou referências similares, de modo permanente mesmo com cálculos posteriores (MOSQUERA, 1998).

As lições de Perlin (2019, p. 17) tratam a renda fixa como parte do “mercado financeiro referente a compra e venda de contratos de dívida. Nesse segmento, o comprador do contrato empresta dinheiro para o emissor da dívida”. Os investidores do mercado de renda fixa, ao final do negócio, recebem o capital investido e a correspondente remuneração de acordo com o pactuado. É importante pontuar que aplicações de renda fixa não são sinônimo de retorno garantido. Também sujeitam-se a riscos, sendo o principal, a falência da contraparte.

Delgado (2021) informa que são investimentos que têm os cálculos dos seus rendimentos já definidos quando o investidor decide contratá-los. Chama-se renda fixa justamente porque possui uma rentabilidade previsível. Neste caso os rendimentos são chamados de juros e qualquer investimento que expresse seu retorno desta forma é um investimento de renda fixa. Pode-se dizer que os investimentos de renda fixa são como empréstimos (quem investe está emprestando o dinheiro para o governo, instituições bancárias, empresas...), e empréstimos são remunerados através de juros. Eles podem ser fixados em um percentual nominal fixo ou seguir algum índice da economia como a taxa Selic, DI (depósito interbancário), a inflação ou outro. A renda fixa é a modalidade de investimento mais procurada pelos investidores que procuram rendimentos mais estáveis e seguros.

Perlin (2019) destaca que investir em renda fixa nada mais é do que adquirir um contrato financeiro padronizado. Neste documento, acordado pelas entidades, será descrito como o comprador do contrato receberá pagamentos futuros do vendedor. O contrato básico utilizado no mercado de renda fixa é um empréstimo na forma de mútuo, ou um empréstimo em item fungível, no caso, dinheiro.

No mercado financeiro, os recursos podem ser emprestados sob diversas aplicações e, como tal, a incidência do Imposto de Renda passa a ser verificada em relação à remuneração recebida nessas aplicações (DELGADO, 2021). Vale lembrar que os mercados designam esses investimentos em nome de produtos financeiros, operações negociadas entre investidores que possuem recursos e os alocam a agentes de mercado, geralmente instituições financeiras, por uma remuneração calculável.

São exemplos de instrumentos de renda fixa: os títulos públicos do Tesouro Direto, que são emitidos pelo governo; certificados de depósitos bancários (CDB), letras de crédito imobiliário (LCI), letras de crédito do agronegócio (LCA), que são emitidos por instituições financeiras; certificados de recebíveis imobiliários (CRI), certificados de recebíveis do agronegócio (CRA), que são emitidos por securitizadoras e Debêntures, que são emitidas pelas companhias.

O hodierno tratamento tributário aplicável à renda financeira proveniente destes mercados está previsto majoritariamente na Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004, fruto da conversão da Medida Provisória nº 206/04. Em relação aos agentes tributados, diversos instrumentos legais qualificam as pessoas físicas residentes ou domiciliadas no Brasil como contribuintes do IR. Sendo o mais contemporâneo o Decreto 9.580, de 22 de novembro de 2018, Regulamento do Imposto de Renda – RIR/2018.

Segundo BENTO (2014), pelas suas características, as debêntures, assim como, por exemplo, os títulos públicos e os CDBs, são classificadas como investimentos de renda fixa. Isso quer dizer que as condições relacionadas aos prazos e ao tipo da remuneração são conhecidas pelo investidor no momento da aplicação. Destarte, a tributação dos rendimentos ocorre de forma regressiva tal qual os demais produtos dessa categoria. Ou seja, os percentuais incidentes seguem um sistema decrescente de cobrança em função do prazo da aplicação, como será demonstrado na sequência.

As alíquotas de cobrança estão explicitadas no artigo 1º da Lei nº 11.033/2004 e no artigo 46 da Instrução Normativa RFB nº 1.585 (Imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiros e de capitais) e se dá, para as pessoas físicas residentes em aplicações de renda fixa, da seguinte forma:

Tabela 1 – Alíquotas de IRPF sobre títulos de renda fixa

Alíquota	Prazo
22,5%	aplicações com resgate em até 180 dias
20%	aplicações com resgate entre 181 e 360 dias
17,5%	aplicações com resgate entre 361 e 720
15%	aplicações com resgate acima de 720 dias

Fonte: Receita Federal
Elaboração do autor

As debêntures são papéis emitidos, quase sempre, com vencimentos mais longos, possibilitando, contudo, que possam existir pagamentos de juros e rendimentos periódicos. Ademais, a possibilidade de venda dos títulos em mercado secundário permite o encurtamento do investimento. Assim sendo, não raro, ao longo da vida útil do título, as remunerações ficam sujeitas a diferentes preceitos tributários, que serão considerados no momento do resgate, em caso de ganhos ainda não tributados.

Neste momento, cabe trazer à baila elucidações sobre a base de cálculo do imposto. Conceitualmente, é a grandeza econômica sobre a qual o montante devido será calculado, quando não definido pela lei. Por coerência, há um dever de correspondência ao seu fato gerador economicamente dimensionado. A base imponible, como também é chamada, é o elemento nuclear da hipótese de incidência, de onde, transformada em cifras e submetida à aplicação de alíquota, se calcula o valor a ser recolhido. Por seu turno, a alíquota é a parcela da base de cálculo sujeita ao confisco. Usualmente são instituídas em termos percentuais, dizendo-se, assim, que são *ad valorem* (MACHADO, 2018).

Segundo Novais (2018), a base de cálculo deste imposto é o montante real, arbitrado ou presumido, da renda ou dos proventos tributáveis, conforme o artigo 44 do CTN. De outro modo, o artigo 148 do RIR/2018 preconiza: “O ganho de capital será determinado pela diferença positiva entre o valor de alienação e o custo de aquisição...”. Machado (2018), agrupa os conceitos e elucida: “se a norma tributária incide sobre a aquisição de renda, tendo o montante da renda como base de cálculo, a alíquota será o percentual dessa renda a ser colhido, a título de tributo.”

Nesse sentido, e dito de forma, é o extraído de Carolina Sena Vieira (2017, p. 178):

Assim, verificando-se a ocorrência do “fato gerador” (que se caracteriza como a efetivação da situação prevista na “hipótese de incidência”) em determinado tempo e espaço (identificados no antecedente da norma padrão de incidência tributária), nasce a obrigação de efetuar o pagamento do tributo, calculado através da combinação de uma base de cálculo (medida de grandeza escolhida pelo legislador) e alíquota, que pode ser um percentual da base de cálculo (alíquota “ad valorem”) ou um montante fixo (alíquota “específica”) (critérios informadores do conseqüente da regramatriz de incidência tributária).

Observe-se que por determinação legal, o pagamento do tributo ocorre de forma exclusiva e definitiva na fonte. A esse respeito é interessante reproduzir o texto do artigo 76, *caput* e seu inciso II, da Lei 8.981/1995 (Com redação dada pela Lei 9.065/1995):

Art. 76. O imposto de renda retido na fonte sobre os rendimentos de aplicações financeiras de renda fixa e de renda variável, ou pago sobre os ganhos líquidos mensais, será:

[...]

II - definitivo, no caso de pessoa jurídica não submetida ao regime de tributação com base no lucro real, inclusive isenta, e de pessoa física. (BRASIL, 1995)

Assim sendo, por ser retido na fonte, na ocorrência do fato gerador, o recolhimento do imposto devido é realizado pela pessoa jurídica que efetuar o pagamento dos rendimentos ao beneficiário final - mesmo que não seja a fonte pagadora original - operando-se a substituição tributária conforme artigo 150, §7º, da CF e artigo 45 parágrafo único e artigo 128 do CTN. Ao contribuinte resta apenas informar posteriormente o recolhimento na declaração anual, visto que o mesmo não é sujeito a ajuste ou restituição (SABBAG, 2020).

Ou seja, apesar de ser necessário conhecer exatamente as características tributárias de cada aplicação, não é de responsabilidade do investidor providenciar o pagamento dos tributos, nesse caso. Os impostos são automaticamente descontados do lucro obtido e recolhidos pelo banco ou corretora responsáveis pelo pagamento. Ao investidor cabe apenas incluir o cálculo da cobrança em seu planejamento financeiro, para evitar surpresas na hora de receber seus rendimentos.

Melhor esclarecendo, Machado (2018) leciona que a imputação da responsabilidade permite ao ente fazendário uma ação mais eficaz, garantindo o foco no sujeito que detém a obrigação principal – pagamento do imposto. A sujeição passiva pode evocar dois aspectos distintos: pode ser direta ou indireta. O sujeito direto está diametralmente relacionado a participação ativa da ação que constituiu o

fato gerador, ou seja, é aquele que de fato pratica a atividade e se beneficia do resultado. O sujeito indireto está correlacionado ao Direito Tributário, pois apesar de não ter praticado o evento, por força de lei, é reconhecido como incumbido do recolhimento.

Apresentadas até aqui questões tributárias ordinárias, tratemos de excepcionalidades. Imerso no cenário fiscal dos mercados, observa-se uma série de exceções à regra. Costumeiramente, estatui-se majoração ou redução das alíquotas no intuito de melhor canalizar reservas financeiras líquidas. Dada a disponibilidade do dinheiro ali circulante, rapidamente os operadores reagem ao novo panorama instaurado, modificando o destino de investimentos.

3.4 BENEFÍCIO FISCAL DAS DEBENTURES INCENTIVADAS

Com o advento da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, criou-se as chamadas “debêntures incentivadas”, também conhecidas como “de infraestrutura”. O referido diploma legal, grosso modo, concede especial tratamento tributário a algumas espécies de debenturistas, fixando em 15% a alíquota de imposto sobre os rendimentos auferidos por pessoas jurídicas e isentando investidores estrangeiros e pessoas físicas. Originalmente o benefício fiscal fora concedido para os valores mobiliários emitidos até 31 de dezembro de 2015. Entretanto, tal prazo estendeu-se a 31 de dezembro de 2030 conforme alterações promovidas pela Lei nº 13.043/2014.

O artigo 1º da supracitada regulamentação estipula em 0% a alíquota do imposto sobre a renda para não-residentes que apliquem nos instrumentos que financiam projetos em quaisquer setores. Estes títulos e pessoas não são o foco deste estudo. De outro modo, o artigo 2º além de instituir em 15% (inciso II) o IR para as Pessoas Jurídicas, reduz a alíquota para pessoas naturais também a zero (inciso I), a exemplo dos estrangeiros. Contudo, o texto normativo restringe as debêntures que se enquadram no tratamento diferenciado aplicado aos nacionais. Para melhor entendimento, cabe aqui reproduzir caput do artigo 2º cuja redação foi modificada pela Lei 12.844/2013:

Art. 2º No caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico, constituída sob a forma de sociedade por ações, dos certificados de recebíveis imobiliários e de cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios, constituídos sob a forma de condomínio fechado,

relacionados à captação de recursos com vistas em implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal, os rendimentos auferidos por pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no País sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda, exclusivamente na fonte, às seguintes alíquotas: (BRASIL, 2011)

Nesses termos, os títulos propiciam tratamento fiscal mais benefício quando objetivam angariar recursos especificamente para financiar projetos de investimento considerados como prioritários. Em que pese grande parte das emissões decorra para fomentar o setor de infraestrutura, 89,13% do estoque, segundo o Valor Econômico (IF, 2022), atente-se que não se limita a isso. De forma que, o termo “debêntures de infraestrutura” é reducionista. O termo “debêntures incentivadas” também não condiz plenamente com o que se infere inicialmente. Na completude da lei, para o estrangeiro, uma gama muito maior de debêntures é incentivada. Por outro lado, nem todos aqueles que investem nesses títulos, capturam algum incentivo. É necessário esse discernimento quando se designar o instrumento financeiro pelas aludidas expressões.

Aproveitando a digressão, é cediço o papel que a psicologia exerce na propaganda. Nessa toada, não há como não imaginar que agentes financeiros que buscam arrecadar grande volume de capital, não se utilizem de técnicas de comunicação e marketing para cumprir esse objetivo. O código linguístico tem função primordial nesse processo e as mensagens podem ser captadas tanto em nível consciente como inconsciente. Dito isso, infere-se que a escolha do nome dos instrumentos vai muito além da parcela incompleta do que supostamente representam. Objetivam, não só denominar, mas também atrair as atenções para si (CALAZANS, 2006).

Retomando, também há na norma requisitos técnicos inerentes aos ativos abarcados pela lei, conforme aponta Ernani Teixeira Torres Filho (2017, p.17 e 18):

Para ser elegível ao benefício fiscal, o título deve ter características financeiras diferentes das demais debêntures vendidas em mercado: suas taxas de juros não podem ser indexadas à taxa do mercado interbancário (DI); o prazo médio mínimo é de quatro anos; e os acordos de recompra são proibidos no prazo de 24 meses após o lançamento.

No entendimento de Wajnberg (2015, p.128), a razão primordial para o estabelecimento deste regime tributário privilegiado foi a tentativa de reduzir o

protagonismo dos bancos públicos, especialmente do BNDES, na função de suportar projetos estratégicos de longo prazo no país. Buscou-se, assim, viabilizar um mercado doméstico privado de financiamento para empresas, especialmente aquelas inseridas em determinados setores primordiais ao desenvolvimento.

É o que se depreende da Exposição de Motivos Interministerial nº 194/2010, da qual apresenta-se *ipsis litteris* o trecho:

4. É oportuno enfatizar que o Governo e os bancos públicos, principalmente o BNDES, não podem continuar como promotores quase que exclusivos de tais recursos vis-à-vis o risco de minarmos nossa capacidade de sustentação do crescimento. Atualmente, quase noventa por cento da carteira de crédito com vencimento superior a cinco anos tem como lastro linhas oriundas de bancos públicos, sendo que só o BNDES é responsável por quase sessenta e dois por cento dessa carteira. (BRASIL, 2010)

O próprio BNDES (GIAMBIAGI, 2010, p. 33), discutindo questões de ordem macroeconômica e os rumos do banco, no ano de 2010, sugeriu a busca por políticas de incremento das fontes de *funding* através de bases privadas de crédito e de poupança. Consequência da insustentável trajetória de desembolsos da instituição nos patamares que se apresentavam, já bem acima da saudável participação do banco sobre o PIB.

Neste diapasão, retomamos a Lei nº 12.431/11. Oriunda da conversão da Medida Provisória nº 517, de 30 de dezembro de 2010, cuja exposição de motivos destacamos o item:

6. Ou seja, urge que sejam adotadas medidas que incentivem o efetivo surgimento de um mercado de financiamento privado de longo prazo, incentivo este que não deve estar focado apenas no barateamento ou no fomento a novas emissões, mas também no desenvolvimento do mercado secundário de negociação de tais títulos. Pois, tão importante quanto a atratividade do mercado primário em termos de rentabilidade esperada e de segurança nas negociações é a factibilidade de eventual venda dos títulos adquiridos no mercado secundário, ou mesmo a possibilidade de acompanhamento da precificação de tais títulos; o que também requer a concretização de operações de compra e venda no mercado secundário. (BRASIL, 2010)

Conforme já transcrito, o benefício fiscal conferido pelo artigo 2º da norma está vinculado a implementação de projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação considerados prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo. Para tanto, foi expedido o Decreto nº 7.603, de 9 de novembro de 2011, que normatizou a forma de cancelamento dos projetos de investimento como um projeto meritório.

Posteriormente, foi revogado e substituído pelo Decreto nº 8.874, de 11 de outubro de 2016.

Para fazer jus à redução tributária para suas debêntures, a companhia interessada precisa demandar o ministério setorial correlacionado à área do investimento, apresentando o projeto a ser financiado, as características do título a ser emitido e um termo afirmando que o valor arrecadado será destinado ao investimento descrito. Cada órgão governamental deverá julgar a adequação do empreendimento e da debênture ao que determina a Lei nº 12.431/2011 e autorizar a redução na alíquota de IR para os investidores.

Exemplo de tal submissão pode ser encontrado na Portaria nº 457, de 29 de setembro de 2015, do Ministério de Minas e Energia, que favoreceu projeto nos seguintes termos:

Art. 1º Aprovar, na forma do art. 2º, inciso III, do Decreto nº 7.603, de 9 de novembro de 2011, como prioritário o projeto de investimento na área de infraestrutura de petróleo e gás natural denominado Programa de Exploração e Desenvolvimento da Produção dos Campos da Cessão Onerosa, de titularidade da empresa Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 33.000.167/0001-01, para os fins do art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, conforme descrito no Anexo à presente Portaria.

Apesar dos princípios, elencados no decorrer do capítulo, advogando inicialmente contrários às isenções tributárias, é necessário colocá-los em perspectiva para se entender o que justifica a criação do instrumento incentivado. Como ponto de partida, legalmente, o Código Tributário Nacional em seu artigo 175 institui duas modalidades de exclusão do crédito tributário: a isenção e a anistia. Observadas pela ótica da extrafiscalidade, a isenção é a única característica que se aplica à finalidade do nosso estudo. Isso porque a isenção tributária como modalidade de exclusão do crédito tributário é uma espécie de incentivo fiscal conforme determina o artigo 150, §6º da Constituição Federal, e só pode ser concedida mediante lei específica, que deve ser interpretada – sempre – restritivamente, conforme preconiza o artigo 111, inciso II, do CTN.

Retomemos à função precípua do Estado de prover o bem comum. Para tal, tributa e usa os recursos. Ocorre que, há situações em que para se atingir outros princípios constitucionais é mais vantajoso inverter essa dinâmica. Esclarecendo, por meio da função extrafiscal, o Estado induz o particular a adotar condutas que efetivem

os objetivos iniciais. No caso em tela, através de isenções – que em um primeiro momento implica em perda de arrecadação – viabiliza-se o desenvolvimento nacional (BONAT, 2015).

Resta claro que do incentivo fiscal ocorre uma colisão de direitos fundamentais e princípios constitucionais. Surge dessa forma a necessidade de ponderar aqui entre desenvolvimento e igualdade, mediante o exame da proporcionalidade. A dita análise implica em averiguar se o meio (isenção) é adequado ao fim. Posteriormente, se há outros meios menos gravosos que tragam o mesmo resultado e, por último, se atingir o objetivo justifica restringir um direito (igualdade) (FOLLONI, 2014).

A redução da carga fiscal concedida a quem investe nesses projetos, em tese, se justifica pelas externalidades capturáveis na aplicação dos recursos em si, como por exemplo os benefícios ambientais e sociais. Entretanto essa valoração nem sempre é trivial de se mensurar monetariamente. Tal aspecto dificulta uma inferência precisa se a renúncia fiscal se mostra eficiente de fato. Adicionalmente, a isenção ainda busca reduzir a participação de recursos públicos na capitalização dos empreendimentos e, também, fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais. Dito isso, novas variáveis são inseridas no já complexo cálculo de custo-benefício deste incentivo (MITERHOF; PEREIRA, 2019).

A investigação de Wajbern (2015), concluiu que o benefício despertou o interesse dos poupadores, viabilizando o incremento das emissões e consequentemente o financiamento de mais projetos, bem como do mercado transacional das debêntures. Por outro lado, o crivo realizado individualmente nos projetos pelo respectivo ministério governamental implica que o sopesamento entre os princípios seja constantemente revisitado e cada isenção concedida esteja adequada ao objetivo primordial do desenvolvimento. Entretanto, no que tange a participação de recursos públicos, o volume permanece alto. Ocorre que nesse aspecto também houve um aumento de forma generalizada no montante demandado como um todo. De modo que, provavelmente, sem o instrumento, o desembolso do BNDES e bancos públicos teria que ser ainda maior.

Avaliação realizada com dados referentes ao período de janeiro de 2017 a dezembro de 2018 indica que o giro mensal das debêntures incentivadas no mercado secundário foi, em média, de 4,3% do estoque enquanto o mesmo índice das não-

incentivadas foi de 1,3%. Comparativamente, o giro mensal médio dos títulos públicos em dezembro de 2018 para os papéis indexados ao IPCA foi de 13,3%. Percebe-se que a presença massiva das pessoas físicas como detentores dos papéis beneficiados acaba pulverizando a base de investidores e atrai público que gera negociação mais intensa, provendo liquidez aos mercados (MITERHOF; PEREIRA, 2019).

Há, entretanto, aspectos negativos apontados. Como é o caso de estudo realizado pelo IPEA (BRAGANÇA, 2015), onde inicialmente se conclui que, tudo o mais constante, a redução da alíquota de IR tende a aumentar o retorno das debêntures incentivadas. O efeito é, em tese, a imediata atração do capital financeiro para o ativo beneficiado, em detrimento de outros setores. Contudo, no médio prazo, o retorno dos títulos como um todo se equilibraria em um patamar inferior. Ademais, tal política não está livre de externalidades negativas: desviando recursos para investimentos específicos, outras aplicações de longo prazo tenderiam a ter o custo de captação incrementado. Portanto, a seletividade do instrumento pode prejudicar investimentos que não são alvo do governo, visto que os recursos são escassos.

De maneira positiva, ao que tudo indica, o instrumento tem persuadido o legislador. Em julho de 2021, a Câmara dos Deputados aprovou o Projeto de Lei nº 2.646/2020, cujo mote é alterar o marco legal das debêntures incentivadas. O texto encontra-se para ser discutido e votado no Senado. O foco agora é, de fato, isentar o título. Na verdade, a normativa vigente beneficia apenas alguns investidores, não todos. O termo “debêntures incentivadas” utilizado pelo mercado e pela doutrina é, de certa forma, um engodo. Se um fundo de pensão, por exemplo, investe em uma debênture (supostamente incentivada) emitida nos moldes da Lei 12.431/2011, o tratamento tributário será o mesmo de uma aplicação em qualquer outro tipo de debênture, sendo assim, indiferente para o investidor institucional (CLOUD; RESKE, 2021).

Nessa toada, o projeto pretende tornar o título, em si, incentivado. Ao deslocar para a sociedade emissora o benefício fiscal, o ganho seria repassado às taxas que rentabilizam os papéis. O efeito da isenção seria incorporado ao custo da captação e conseqüentemente aos preços das debêntures. Nessa linha, investidores institucionais também acabariam compelidos a direcionar o patrimônio sob sua gestão às novas ofertas de papéis. Outrossim, os termos atuais do texto em discussão

ampliam o rol de projetos financiáveis sob a égide do incentivo, beneficiando também o desenvolvimento de outros setores, como manejo de resíduos sólidos (CHAVES, 2021).

A leitura de Michel Siqueira Batista (2021), é de que o instrumento que incentiva as pessoas físicas tem funcionado, atraindo e direcionando capital, como também tem expandido a negociação de títulos entre os operadores. Além disso, e até por esse motivo, o mercado privado de crédito corporativo também tem se desenvolvido e requisitado volume além da capacidade destes investidores. Nessa senda, o legislativo busca irradiar e modernizar o benefício, eliminando gargalos e chamando, assim, mais financiadores para os setores demandantes. Atentos, os parlamentares procuram adequar o quadro normativo ao cenário que se apresenta. Frise-se que até o momento, o conteúdo aprovado pelos deputados federais almeja criar uma nova modalidade de debêntures incentivadas para projetos de infraestrutura. O regime tributário em exame no presente trabalho não está em vias de ser alterado, conjuntura que dilata a prestabilidade desta pesquisa.

4 ESTUDO COMPARATIVO

4.1 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES E METODOLOGIA

Encerrada a parte majoritariamente conceitual do trabalho, passa-se à análise comparativa que pretende demonstrar o efeito da taxaço incidente nos títulos de renda fixa comprados por pessoas físicas e como o desconto do imposto impacta a rentabilidade. Para tanto, procedeu-se a coleta de dados reais em relação a índices, taxas e prazos dos papéis disponíveis ao investimento. Este levantamento foi realizado no mês de fevereiro de 2022 através de instituições financeiras, corretoras de valores mobiliários, bolsa de valores, bancos de dados e portais eletrônicos especializados. Contudo, faz-se necessário ainda tecer algumas ponderações bem como descrever conceitos importantes no decorrer do capítulo para o completo entendimento do estudo.

Em que pese a classe de investimentos em questão ser nomeada “renda fixa”, a verdade dos fatos é que, excetuando-se os títulos pré-fixados, os demais possuem a totalidade ou parcela do rendimento final vinculada a indexadores financeiros que apenas serão conhecidos no futuro, não sendo possível calcular de antemão o montante que será posteriormente resgatado. Mesmo nos títulos pré-fixados, os juros contratados são garantidos apenas se estes forem carregados até vencimento. Eventuais resgates antecipados podem implicar em rentabilidade diversa, atrelada às condições de mercado no momento do desinvestimento, podendo ser maior ou menor.

Na página inicial do portal de debêntures da AMBIMA (www.debentures.com.br) o gráfico intitulado “estoque de debêntures” aduz que a imensa maioria dos títulos são indexados pelo DI ou IPCA. A Taxa de Depósito Interfinanceiro (DI) é, segundo a B3 (2022), referência para a maior parte dos títulos de renda fixa. É calculada pela média ponderada das taxas prefixadas com prazo de 1 dia das transações realizadas entre instituições financeiras, sendo divulgada de forma anualizada. Já o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) – segundo o próprio aferidor, o IBGE – é um indicador calculado a partir de um conjunto de preços e serviços comercializados no varejo e que objetiva medir a inflação.

As debêntures incentivadas não podem ter sua rentabilidade atreladas à taxa DI, por este indicador não estar expresso no rol da lei 12.431/2011. Deste modo,

infere-se, pelo elevado volume apresentado no gráfico, que as mesmas estão vinculadas ao IPCA. Realizando checagem cruzada, nas corretoras de valores e instituições financeiras pesquisadas, todos os papéis isentos oferecidos mostram-se submetidos ao referido índice de preço. Ademais, pelas informações do Ministério da Economia (BRASIL, 2020, p.41-49), em 2019, 100% das emissões foram remuneradas através do IPCA. Por conseguinte, define-se a rentabilidade base para a comparação que será apresentada na sequência.

Títulos vinculados a índices inflacionários, como o IPCA, são ditos híbridos. Estes remuneram pelo indicador, mantendo, em tese, o poder de compra do investidor e pagam mais uma taxa pré-fixada, que denota o juro real. Esta modalidade mostra-se mais adequada à remuneração do capital, uma vez que o investimento não é corroído pela inflação caso os preços em geral subam a taxas maiores que os demais índices usados para remuneração dos títulos ou que os juros pré-fixados. Exemplificando, no recém encerrado ano de 2021, a inflação medida pelo IPCA avançou 10,06% enquanto a taxa DI rendeu nominalmente 4,42%. Na prática, ocorreu uma rentabilidade negativa, em termos reais, aos títulos atrelados ao DI e a qualquer papel pré-fixado com taxa menor que a da inflação (VELLEDA, 2022).

Apesar dos economistas buscarem inferir como os índices de mercado se apresentarão no futuro, o que se observa posteriormente, analisando as conjecturas passadas, é uma série de equívocos. Em janeiro de 2021, especialistas projetavam uma inflação de 3,34% para o ano, segundo o Banco Central. Acontece que o índice chegou ao fim do período num valor três vezes maior, como já apresentado. Isso posto, a presente avaliação não se limitará às expectativas e, indo além, simulará cenários diversos para o comportamento das variáveis a fim de melhor apresentar os ulteriores resultados possíveis aos investimentos (R7, 2021).

No momento, meados de fevereiro de 2022, baseado nas rentabilidades apresentadas pelos títulos do governo negociados com o mercado via Tesouro Direto (2022), os agentes econômicos precificam, para os próximos anos, a expectativa de inflação anualizada em aproximadamente 5,75%. Tal percentual é entendido nesta pesquisa como condizente para simulações iniciais. Dada a imprevisibilidade futura do IPCA, também utilizaremos os valores de 3,00% – meta para 2024 definida pelo Conselho Monetário Nacional – e 10% – medida aproximada da última leitura anual, em 2021.

Ademais, quanto ao prazo, entende-se como razoáveis, papéis com vencimentos de 5 e 10 anos, termos médios inferidos do Boletim da Secretaria de Política Econômica (BRASIL, 2020). Amparados nisso, buscamos ofertas condizentes com esse período, aproximadamente, para averiguar a parcela fixa (juro real) que atualmente remunera os títulos. Obtivemos o valor de 5,70% como adequado. Tomando os ciclos supramencionados como apropriados aos investimentos de médio/longo prazo, que são inerentes ao perfil de dívida corporativa, os rendimentos sujeitam-se à menor alíquota possível quando tributados, qual seja, 15%, uma vez que o período é superior a 2 anos. O nefasto efeito da tributação sobre a remuneração, que será observado, pode ainda ser majorado em caso de vencimentos mais curtos.

Repisemos que as debêntures negociadas no mercado são dotadas de características intrínsecas próprias, sendo títulos com personalidade individualizada. Consequentemente, exige-se certo grau de abstração para o estudo. Até mesmo porque este, por delimitação do escopo, apenas tangencia matérias de cunho econômico que tendem a influenciar o comportamento dos objetos desta análise. O indispensável é inferir o efeito do imposto sobre os rendimentos, despertando no interessado a fagulha da curiosidade em aprofundar-se na matéria tributária e em outras ciências que orbitam a práxis do investimento.

Sintetizando, na sequência serão comparados títulos tributados *versus* isentos. Os prazos escolhidos serão de 5 e 10 anos, cuja alíquota de IRPF é de 15%. A rentabilidade é híbrida, sendo IPCA acrescido de juros reais. Este último, foi arbitrado em 5,70% após levantamento junto às ofertas em mercado. No que concerne a inflação, o valor de 5,75% será o utilizado em cenário base. Entretanto, em virtude da natureza incerta desta variável, serão representados panoramas diversos. Para tal, foram utilizadas consagradas fórmulas de matemática financeira mediante o auxílio de planilha eletrônica. Eventuais arredondamentos de casas decimais podem ter sido realizados.

4.2 CENÁRIOS

4.2.1 Rentabilidade: 5,75% (IPCA) + 5,70% (Taxa) / Prazo: 5 anos

Neste primeiro contexto, vamos considerar, num período de 5 anos, o cenário base. Inflação se comporta no futuro conforme a expectativa atual dos agentes de mercado. As tabelas a seguir exibem o comportamento de um investimento de R\$10.000,00 em cada um dos títulos, tributados e isentos.

Tabela 2 – Premissas do cenário I

Valor Inicial	10.000,00
IPCA	5,75% a.a.
Taxa (Juro real)	5,70% a.a.
Prazo	5 anos
Remuneração efetiva	11,78% a.a.
Remuneração total	74,49%

Fonte: O autor

Tabela 3 – Exame comparativo entre os títulos no cenário I

	Debênture isenta	Título tributado (debênture, CDB)
Rendimento bruto	7.449,25	7.449,25
Alíquota do imposto de renda	0%	15%
Valor do imposto de renda	0,00	1.117,39
Rendimento líquido	7.449,25	6.331,86

Fonte: O autor

Façamos agora o exercício de igualar os rendimentos líquidos, a fim de obter a taxa necessária ao título tributado para que propicie o mesmo montante final de um investimento isento.

Tabela 4 – Cálculo da taxa equivalente no cenário I

Rendimento líquido esperado	7.449,25
Alíquota do imposto de renda	15%
Valor do Imposto de renda	1.314,57
Rendimento bruto necessário	8.763,82
Remuneração total	87,64%
Remuneração efetiva	13,41% a.a.
Taxa equivalente (Juro real)	7,25% a.a.

Fonte: O autor

Nesse contexto, observa-se que a taxas semelhantes, enquanto R\$10.000,00 aplicados em uma debênture incentivada renderiam R\$7.449,25 um instrumento tributado renderia R\$6.331,86. Ainda na mesma configuração, para que um título onerado propiciasse, em valores nominais, o mesmo rendimento líquido do isento, a taxa de juros real do primeiro deveria ser de aproximadamente 7,25% a.a. contra uma de 5,70% a.a. do título sem tributação. São 1,55 pontos percentuais a mais, ou ainda, uma taxa 27,19% maior.

4.2.2 Rentabilidade: 3,00% (IPCA) + 5,70% (Taxa) / Prazo: 5 anos

Imaginemos agora um cenário mais benéfico, para o mesmo prazo. Inflação se mostra no futuro menor que a expectativa atual dos agentes de mercado. Optamos considerar 3% a.a. que é a meta mais longínqua, para 2024, definida pelo Conselho Monetário Nacional. São 2,75 pontos percentuais abaixo do valor da simulação anterior. Os quadros a seguir exibem o comportamento de um investimento de R\$10.000,00 em cada um dos títulos, tributados e isentos.

Tabela 5 – Premissas do cenário II

Valor Inicial	10.000,00
IPCA	3,00% a.a.
Taxa (Juro real)	5,70% a.a.
Prazo	5 anos
Remuneração efetiva	8,87% a.a.
Remuneração total	52,95%

Fonte: O autor

Tabela 6 – Exame comparativo entre os títulos no cenário II

	Debênture isenta	Título tributado (debênture, CDB)
Rendimento bruto	5.295,41	5.295,41
Alíquota do imposto de renda	0%	15%
Valor do imposto de renda	0,00	794,31
Rendimento líquido	5.295,41	4.501,10

Fonte: O autor

Façamos agora o exercício de igualar os rendimentos líquidos, a fim de obter a taxa necessária ao título tributado para que propicie o mesmo montante final de um investimento isento.

Tabela 7 – Cálculo da taxa equivalente no cenário II

Rendimento líquido esperado	5.295,41
Alíquota do imposto de renda	15%
Valor do Imposto de renda	934,48
Rendimento bruto necessário	6.229,89
Remuneração total	62,30%
Remuneração efetiva	10,17% a.a.
Taxa equivalente (Juro real)	6,96% a.a.

Fonte: O autor

Nesse cenário, observa-se que a taxas semelhantes, enquanto R\$10.000,00 aplicados em uma debênture incentivada renderiam R\$5.295,41 um instrumento tributado renderia R\$4.501,10. Ainda na mesma configuração, para que um título onerado propiciasse, em valores nominais, o mesmo rendimento líquido do isento, a taxa de juros real do primeiro deveria ser de aproximadamente 6,96% a.a. contra uma de 5,70% a.a. do título sem tributação. São 1,26 pontos percentuais a mais, ou ainda, uma taxa 22,11% maior.

4.2.3 Rentabilidade: 10,00% (IPCA) + 5,70% (Taxa) / Prazo: 5 anos

Vamos esboçar agora um cenário de descontrole. Inflação se mostra no futuro maior que a expectativa atual dos agentes de mercado. Consideremos que um valor próximo ao medido em 2021 (10% a.a.) se perpetue. São 4,25 pontos percentuais acima do valor da primeira simulação. Os quadros a seguir exibem o comportamento de um investimento de R\$10.000,00 em cada um dos títulos, tributados e isentos.

Tabela 8 – Premissas do cenário III

Valor Inicial	10.000,00
IPCA	10,00% a.a.
Taxa (Juro real)	5,70% a.a.
Prazo	5 anos
Remuneração efetiva	16,27% a.a.
Remuneração total	112,49%

Fonte: O autor

Tabela 9 – Exame comparativo entre os títulos no cenário III

	Debênture isenta	Título tributado (debênture, CDB)
Rendimento bruto	11.248,99	11.248,99
Alíquota do imposto de renda	0%	15%
Valor do imposto de renda	0,00	1.687,35
Rendimento líquido	11.248,99	9.561,64

Fonte: O autor

Façamos agora o exercício de igualar os rendimentos líquidos, a fim de obter a taxa necessária ao título tributado para que propicie o mesmo montante final de um investimento isento.

Tabela 10 – Cálculo da taxa equivalente no cenário III

Rendimento líquido esperado	11.248,99
Alíquota do imposto de renda	15%
Valor do Imposto de renda	1.985,12
Rendimento bruto necessário	13.234,11
Remuneração total	132,34%
Remuneração efetiva	18,37% a.a.
Taxa (Juro real)	7,61% a.a.

Fonte: O autor

Nesse cenário, observa-se que a taxas semelhantes, enquanto R\$10.000,00 aplicados em uma debênture incentivada renderiam R\$11.248,99 um instrumento tributado renderia R\$9.561,64. Ainda na mesma configuração, para que um título onerado propiciasse, em valores nominais, o mesmo rendimento líquido do isento, a taxa de juros real do primeiro deveria ser de aproximadamente 7,61% a.a. contra uma de 5,70% a.a. do título sem tributação. São 1,91 pontos percentuais a mais, ou ainda, uma taxa 33,51% maior.

4.2.4 Rentabilidade: 5,75% (IPCA) + 5,70% (Taxa) / Prazo: 10 anos

Voltemos ao cenário base, entretanto investindo por 10 anos. Inflação se comporta no futuro conforme a expectativa atual dos agentes de mercado. Os quadros a seguir exibem o comportamento de um investimento de R\$10.000,00 em cada um dos títulos, tributados e isentos.

Tabela 11 – Premissas do cenário IV

Valor Inicial	10.000,00
IPCA	5,75% a.a.
Taxa (Juro real)	5,70% a.a.
Prazo	10 anos
Remuneração efetiva	11,78% a.a.
Remuneração total	204,48%

Fonte: O autor

Tabela 12 – Exame comparativo entre os títulos no cenário IV

	Debênture isenta	Título tributado (debênture, CDB)
Rendimento bruto	20.447,64	20.447,64
Alíquota do imposto de renda	0%	15%
Valor do imposto de renda	0,00	3.067,15
Rendimento líquido	20.447,64	17.380,49

Fonte: O autor

Façamos agora o exercício de igualar os rendimentos líquidos, a fim de obter a taxa necessária ao título tributado para que propicie o mesmo montante final de um investimento isento.

Tabela 13 – Cálculo da taxa equivalente no cenário IV

Rendimento líquido esperado	20.447,64
Alíquota do imposto de renda	15%
Valor do Imposto de renda	3.608,41
Rendimento bruto necessário	24.056,05
Remuneração total	240,56%
Remuneração efetiva	13,04%
Taxa (Juro real)	6,89% a.a.

Fonte: O autor

Nesse cenário, observa-se que a taxas semelhantes, enquanto R\$10.000,00 aplicados em uma debênture incentivada renderiam R\$20.447,64 um instrumento tributado renderia R\$17.380,49. Ainda na mesma configuração, para que um título onerado propiciasse, em valores nominais, o mesmo rendimento líquido do isento, a taxa de juros real do primeiro deveria ser de aproximadamente 6,89% a.a. contra uma de 5,70% a.a. do título sem tributação. São 1,19 pontos percentuais a mais, ou ainda, uma taxa 20,88% maior.

4.2.5 Rentabilidade: 3,00% (IPCA) + 5,70% (Taxa) / Prazo: 10 anos

Imaginemos agora um cenário mais benéfico. Inflação se mostra no futuro menor que a expectativa atual dos agentes de mercado. Optamos considerar 3% que é a meta mais longínqua, para 2024, definida pelo Conselho Monetário Nacional. São 2,75 pontos percentuais abaixo do valor da simulação anterior. Os quadros a seguir exibem o comportamento de um investimento de R\$10.000,00 em cada um dos títulos, tributados e isentos.

Tabela 14 – Premissas do cenário V

Valor Inicial	10.000,00
IPCA	3,00% a.a.
Taxa (Juro real)	5,70% a.a.
Prazo	10 anos
Remuneração efetiva	8,87% a.a.
Remuneração total	133,95%

Fonte: O autor

Tabela 15 – Exame comparativo entre os títulos no cenário V

	Debênture isenta	Título tributado (debênture, CDB)
Rendimento bruto	13.394,95	13.394,95
Alíquota do imposto de renda	0%	15%
Valor do imposto de renda	0,00	2.009,24
Rendimento líquido	13.394,95	11.385,71

Fonte: O autor

Façamos agora o exercício de igualar os rendimentos líquidos, a fim de obter a taxa necessária ao título tributado para que propicie o mesmo montante final de um investimento isento.

Tabela 16 – Cálculo da taxa equivalente no cenário V

Rendimento líquido esperado	13.394,95
Alíquota do imposto de renda	15%
Valor do Imposto de renda	2.363,81
Rendimento bruto necessário	15.758,76
Remuneração total	157,59%
Remuneração efetiva	9,92% a.a.
Taxa (Juro real)	6,72% a.a.

Fonte: O autor

Nesse cenário, observa-se que a taxas semelhantes, enquanto R\$10.000,00 aplicados em uma debênture incentivada renderiam R\$13.394,95 um instrumento tributado renderia R\$11.385,71. Ainda na mesma configuração, para que um título onerado propiciasse, em valores nominais, o mesmo rendimento líquido do isento, a taxa de juros real do primeiro deveria ser de aproximadamente 6,72% a.a. contra uma de 5,70% a.a. do título sem tributação. São 1,02 pontos percentuais a mais, ou ainda, uma taxa 17,89% maior.

4.2.6 Rentabilidade: 10,00% (IPCA) + 5,70% (Taxa) / Prazo: 10 anos

Para finalizar vamos esboçar novamente um ambiente de descontrole, agora por 10 anos. Inflação se mostra no futuro maior que a expectativa atual dos agentes de mercado. Consideremos que um valor próximo ao medido em 2021 se perpetue, 10%. São 4,25 pontos percentuais acima do valor do cenário base. Os quadros a seguir exibem o comportamento de um investimento de R\$10.000,00 em cada um dos títulos, tributados e isentos.

Tabela 17 – Premissas do cenário VI

Valor Inicial	10.000,00
IPCA	10,00% a.a.
Taxa (Juro real)	5,70% a.a.
Prazo	10 anos
Remuneração efetiva	16,27% a.a.
Remuneração total	351,52%

Fonte: O autor

Tabela 18 – Exame comparativo entre os títulos no cenário VI

	Debênture isenta	Título tributado (debênture, CDB)
Rendimento bruto	35.151,97	35.151,97
Alíquota do imposto de renda	0%	15%
Valor do imposto de renda	0,00	5.272,80
Rendimento líquido	35.151,97	29.879,17

Fonte: O autor

Façamos agora o exercício de igualar os rendimentos líquidos, a fim de obter a taxa necessária ao título tributado para que propicie o mesmo montante final de um investimento isento.

Tabela 19 – Cálculo da taxa equivalente no cenário VI

Rendimento líquido esperado	35.151,97
Alíquota do imposto de renda	15%
Valor do Imposto de renda	6.203,29
Rendimento bruto necessário	41.355,26
Remuneração total	413,55%
Remuneração efetiva	17,78% a.a.
Taxa (Juro real)	7,07% a.a.

Fonte: O autor

Nesse cenário, observa-se que a taxas semelhantes, enquanto R\$10.000,00 aplicados em uma debênture incentivada renderiam R\$35.151,97 um instrumento tributado renderia R\$29.879,17. Ainda na mesma configuração, para que um título onerado propiciasse, em valores nominais, o mesmo rendimento líquido do isento, a taxa de juros real do primeiro deveria ser de aproximadamente 7,07% a.a. contra uma taxa de 5,70% a.a. do título sem tributação. São 1,37 pontos percentuais a mais, ou ainda, uma taxa 24,04% maior

4.3 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Dadas as simulações apresentadas, pode-se agrupar os resultados das taxas necessárias aos títulos tributados em relação ao título isento para que forneçam o mesmo resultado líquido financeiro (resultado bruto – imposto) conforme a tabela a seguir.

Tabela 20 – Consolidação das taxas equivalentes

Juros real do título isento 5,70% a.a.		PRAZO			
		5 ANOS		10 ANOS	
		Equivalência	Majoração	Equivalência	Majoração
IPCA	3,00% a.a.	6,96%	1,26 p.p.	6,72%	1,02 p.p.
	5,75% a.a.	7,25%	1,55 p.p.	6,89%	1,19 p.p.
	10,00% a.a.	7,61%	1,91 p.p.	7,07%	1,37 p.p.

Fonte: O autor

Ante o exposto depreende-se, inicialmente, que, considerando um mesmo prazo, para haver equivalência de renda líquida, quanto maior a inflação, maior deve ser a exigência de rentabilidade a título de juros reais nos papéis tributados. Isso porque, a alíquota tributária incidente consome parcela do valor que simplesmente

corrige monetariamente o capital aplicado. Conseqüentemente essa parte do montante confiscado deve ser compensado pela parcela que de fato rentabiliza o título, implicando em uma taxa real majorada também de forma crescente.

Retratando o efeito da tributação sobre a inflação de maneira mais didática, imaginemos um capital de R\$100,00 que pague após 2 anos R\$10,00 pelo IPCA e mais R\$10,00 de juros reais, totalizando R\$120,00 brutos, rendendo 20%. O imposto de 15% sobre os valores, descontaria R\$1,50 de cada parcela remuneratória, somando R\$3,00. Líquidos, sobrariam R\$117,00. Para um título isento apresentar esse resultado, é necessário, por óbvio, uma rentabilidade de 17%. Anualizando as taxas de juros reais deste quadro, haveria uma diferença de 1,31 pontos percentuais.

Agora, para comparar, imaginemos que no mesmo prazo a inflação seja maior. Os R\$100,00 sendo rentabilizados em R\$20,00 a título de inflação e R\$10,00 de juros reais. A tributação ocorrerá em R\$3,00 mais R\$1,50 perfazendo R\$4,50. Líquidos seriam R\$125,50. Nesse caso, 25,5% de rentabilidade total para um título isento são suficientes. Anualizando as taxas de juros reais, haveria uma diferença de 1,81 pontos percentuais.

Ou seja, quanto mais a inflação cresce o valor do ativo tributado, mais vai contribuir proporcionalmente no desconto do imposto. Em um caso extremo de hiperinflação chegaríamos ao cenário em que a rentabilidade real do instrumento serviria apenas para pagar o imposto de renda. Exemplo: se R\$100,00 resultam em R\$200,00 sendo R\$85,00 de inflação e R\$15,00 de juros reais, todo o rendimento ex-IPCA será utilizado para quitação da obrigação.

Considerando que quadros inflacionários são típicos de crises, depreende-se que o investimento em títulos híbridos isentos, caso das debêntures incentivadas, é prudente quando há esse horizonte no momento da alocação. Pois, independentemente de um eventual futuro descontrole de preços, o papel irá preservar o ganho real. O mesmo não ocorre com títulos tributados. Repise-se que a tarefa de estimar inflação futura é tortuosa. A sapiência prescreve mitigar o risco protegendo-se antecipadamente.

Quando se comparam os títulos de 5 e 10 anos, para os mesmos panoramas de IPCA, observa-se que o efeito de longo prazo minimiza a adversidade. Isso se deve em função da característica exponencial dos juros compostos, que compensam em

parte a tributação da inflação. Contudo as taxas de equivalência permanecem majoradas e crescentes no sentido da inflação, demonstrando que o revés é apenas mitigado.

Conforme já informado, a pesquisa simplificou uma série de quesitos, especialmente de cunho econômico, por se tratar de estudo na área jurídica. De maneira que, a partir da linha de pesquisa do deste trabalho, simulações mais aprofundadas podem ser realizadas, por estudiosos de outras áreas correlatas, considerando detalhes mais técnicos dos títulos. As debêntures são flexíveis, possibilitando uma gama enorme de características. Suas rentabilidades estão vinculadas aos próprios parâmetros assim como à saúde financeira do emissor, do país, das condições de mercado e de inúmeras outras variáveis.

Isso posto, o autor se imbuíu dentro do que se propunha, ou seja, a demonstrar o efeito da isenção tributária na rentabilidade das debêntures incentivadas. A partir daí, pôde-se averiguar se o suposto benefício financeiro (particular do investidor), ora demonstrado, implicava em incentivos de fato na canalização da poupança popular para o fomento dos projetos que, segundo o legislador, potencializam o desenvolvimento do país (benefício coletivo).

5 CONCLUSÃO

Este estudo objetivou responder a seguinte questão de pesquisa: o benefício fiscal concedido às pessoas físicas pelo artigo 2º da lei 12.431/2011 - redução a 0% da alíquota de imposto de renda incidente sobre os ganhos auferidos em debêntures específicas - de fato proporciona incentivos ao investimento amparado? Para tanto, foi fundamental, após a devida introdução ao estudo, circunstanciar as debêntures de maneira genérica, perquirindo sobre seu regime jurídico como também atributos financeiros e econômicos. Na sequência, examinou-se o tema da tributação, em especial o imposto de renda incidente sobre investimentos em renda fixa, onde as debêntures se inserem.

Prosseguindo, veio à baila o arcabouço normativo que trouxe tratamento fiscal diferenciado aos investidores que subscrevem papéis específicos. Apresentou-se legislações, estudos e reportagens que revelaram motivações, sistemática, justificativas, consequências e outros aspectos inerentes ao título isento estabelecido. Doravante, apurou-se o impacto financeiro de investimentos isentos e tributados, comparando-os. A partir daí, seguimos às considerações finais.

Respondendo à indagação inicial, especialmente a partir de resultados matemáticos financeiros, desenvolvidos no capítulo 3, pôde-se observar os efeitos da tributação na rentabilidade dos papéis de mesmo índice remuneratório. De modo mais específico, verificou-se que, títulos onerados acabam propiciando ganhos consideravelmente menores, no exato valor da alíquota nominal do imposto. Nos casos apresentados, para cada R\$1,00 de renda auferida em instrumentos isentos, a opção alternativa retorna R\$0,85.

Assim sendo, pelos cálculos realizados, para o investidor ter compensado o montante do encargo e equiparar as rentabilidades líquidas, os ativos tributados precisam oferecer juros substancialmente maiores na contratação. Outrossim, em virtude de parcela da rentabilidade - dependente da inflação - ser variável e conhecida apenas a posteriori para esses contratos, o cálculo do valor exato do índice de reembolso equivalente não é trivial, quiçá impossível, tornando difícil o processo decisório. No momento da aplicação é necessário estimar imaginando futuros cenários prováveis.

De qualquer forma, certo é que juros iguais implicam em retornos menores devido à obrigação, conforme infere-se das simulações. Ao deixar de investir em uma debênture isenta para aplicar em uma opção tributada, o investidor deve buscar por taxas de rentabilidade majoradas, sem a certeza de que será bem recompensado. Efeito fiscal mais perverso é observado em simulações de alta inflacionária, o que denota cenários de crise. Momentos justamente em que a situação financeira da população se torna instável e o indivíduo espera ter alocado inteligentemente seu capital nos tempos de bonança.

Nesse sentido, pode-se inferir que em termos contábeis, ou seja, na perspectiva de ganhos nominais do poupador, a isenção tende a estimular o investimento nas debêntures da Lei 12.431/2011. Contudo, a tarefa de capturar para si resultados monetários do incentivo governamental requer dos sujeitos conhecimento prévio dessas idiosincrasias econômicas, financeiras, tributárias, matemáticas, entre outras. O alocador precisa comparar, calcular e chegar à conclusão que a opção é vantajosa. Procurou-se oferecer neste trabalho uma pequena contribuição.

Outro meio vislumbrado de deduzir se a benesse concedida de fato compele pessoas naturais a aplicar recursos nas debêntures incentivadas é justamente examinar a evolução do mercado, passados pouco mais de 10 anos da edição da lei. Se a avaliação anterior tinha cunho teórico, nada mais prático que observar o comportamento dos agentes pós isenção. Estudos e reportagens especializadas, referenciados na presente pesquisa, dão conta de trajetória crescente do número de emissões sob a égide da norma, no volume subscrito por pessoas físicas em ofertas primárias, do estoque de títulos custodiados por esses indivíduos, além do incremento de quantidade de negócios e volume transacionado no mercado secundário entre investidores.

Essa constatação, leva a crer que o investidor brasileiro (pessoas naturais) tem se imbuído em colocar em prática a esperada diligência, especialmente quanto ao impacto tributário, na escolha das aplicações que merecem as suas reservas. Verifica-se que a conclusão inicial, vinculada aos cálculos, se materializa no mundo fático e recursos estão sendo canalizados para o fomento dos projetos correspondentes. Na busca por melhor rendimento, fortuitamente, o indivíduo, mesmo que egoisticamente

atrás de um benefício privado, acaba propiciando um retorno coletivo à sociedade brasileira.

Ao sujeitar cada emissão à apreciação ministerial, o legislador instituiu o controle de adequação da captação ao objetivo finalístico da lei. Ou seja, somente após comprovado o benefício coletivo do projeto, é concedido aos investidores dos papéis, correspondentes a vantagem tributária. Inclusive, caso haja desvirtuamento do aprovado durante a vida dos títulos, sanções estão previstas. Assim, considerando normalidade no funcionamento do regime instituído, não há que se falar em benesse privada sem uma correspondente social.

Não podemos, no entanto, desconsiderar o apelo subjetivo da escolha da nomenclatura do instrumento, conforme apontado no capítulo 2. A simples propagação da existência (notícias, propagandas, pesquisas, agentes de investimento, entre outros) desses títulos pode compelir alguns cidadãos a investir no instrumento. O termo "incentivadas" provavelmente não foi escolhido à toa pelos interessados. É cediço o papel que a psicologia desempenha na publicidade. Nesse tema, certamente não seria diferente. Portanto, em aspectos linguísticos também se acredita que a terminologia utilizada desperta maior disposição ao investimento do que se os títulos fossem denominados, por exemplo, "debêntures da pessoa física".

De modo quase semelhante, intitular os papéis por "debêntures de infraestrutura" pode despertar sentimento altruístico. Motivados principalmente em virtude da destinação do recurso, qual seja, o desenvolvimento do país, o investidor, frente a opções de desfechos financeiros similares, subjetivamente direciona seu capital. Tal indivíduo pode genuinamente desejar alavancar esses setores específicos, encarando a isenção como um privilégio adicional.

Feito todo esse exame, a conclusão é que por diversas vias há o incentivo. Vantagens concedidas no âmbito privado podem sim ter serventia coletiva. Ao que tudo indica, no caso, o movimento governamental foi virtuoso. Tanto que já se discute a evolução do mesmo, promovendo isenções a alocadores institucionais. Dado que a apuração dos efeitos dos incentivos só é obtida posteriormente, a aspiração é que os legisladores continuem certos. Que novos instrumentos surjam para beneficiar a todos: os que investem suas poupanças e aqueles que colherão os frutos da transformação desta em capital produtivo.

6 REFERÊNCIAS

ALEXANDRE, Ricardo. **Direito tributário**. 11ª edição, revisada, atualizada e ampliada. Salvador: JusPodivm, 2017. 864p.

AMARAL, José R. G. do. **Regime jurídico das debêntures**. 2ª edição. São Paulo: Almedina, 2016.

AMARO, Luciano. **Direito tributário brasileiro**. 20ª edição. São Paulo: Saraiva, 2014.

ANBIMA. **Portal das debêntures**: O que são debêntures? Disponível em: <https://data.anbima.com.br/informacoes/o-que-sao-debentures>. Acesso em 09/08/2020.

ANBIMA. **Tudo sobre debêntures**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2019.

ANDIMA. **Produtos de captação**: Debêntures. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2008.

B3. **Depósito Interfinanceiro**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/registro/renda-fixa-e-valores-mobiliarios/deposito-interfinanceiro.htm. Acesso em 01/02/2022.

BATISTA, Michel Siqueira. Debêntures incentivadas devem ganhar concorrência. In: **Legislação & Mercados**, 07 de novembro de 2021. Disponível em: <https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/debentures-incentivadas-devem-ganhar-concorrenca>. Acesso em 03/02/2022.

BCB. **Resolução CNM nº 4.557**, de 23 de fevereiro de 2017. Dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos, a estrutura de gerenciamento de capital e a política de divulgação de informações. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50344/Res_4557_v3_L.pdf. Acesso em 29/03/2021

BENTO, Paulo. **Manual de Tributação no Mercado Financeiro**. 1ª edição. São Paulo: Saraiva, 2014.

BONAT, Alan Luiz; FOLLONI, André. Incentivos fiscais e suas condições de validade: igualdade e proporcionalidade. **Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Direito/UFRGS**, Porto Alegre, volume 10 nº 2, 2015, p. 341-363.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Das Debêntures**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

BRAGANÇA, Gabriel G. F.; PESSOA, Marcelo de S.; SOUZA, Gustavo M. **Evolução recente do mercado de debêntures no Brasil**: As debêntures incentivadas. Texto para discussão nº 2158. IPEA, 2015. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2158.pdf. Acesso em 08/03/2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 400**, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos

mercados primário ou secundário, e dá outras providências. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst400consolid2.pdf>. Acesso em 24/08/2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 476**, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst476consolid.pdf>. Acesso em 24/08/2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 480**, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>. Acesso em 15/12/2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 539**, de 13 de novembro de 2013. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst539consolid.pdf>. Acesso em 08/11/2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 31**, de 19 de maio de 2021. Dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol031.pdf>. Acesso em 01/02/2022.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**, promulgada em 5 de outubro de 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 07/08/2020.

BRASIL. **Decreto nº 7.603**, de 9 de novembro de 2011. Regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/decreto/d7603.htm. Acesso em 03/10/2020

BRASIL. **Decreto nº 8.821**, de 30 de dezembro de 1882. Dá Regulamento para a execução Lei nº 3150 de 4 de novembro 1882. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/historicos/dim/DIM8821.htm. Acesso em 02/08/2020.

BRASIL. **Decreto nº 8.874**, de 11 de outubro de 2016. Regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do disposto no art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011,

e revoga o Decreto nº 7.603, de 9 de novembro de 2011. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/decreto/D8874.htm. Acesso em 03/10/2020

BRASIL. **Decreto nº 9.580**, de 22 de novembro de 2018. Regulamenta a tributação, a fiscalização, a arrecadação e a administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/decreto/D9580.htm. Acesso em 13/05/2021

BRASIL. **EM Interministerial nº 194/2010** - MF/MDIC/MC/MCT/MEC/MME/MP, de 29.12.2010, subscrita por Guido Mantega, Miguel João Jorge Filho, José Artur Filardi Leite, Sergio Machado Rezende, Fernando Haddad, Paulo Bernardo Silva e Marcio Pereira Zimmermann. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm. Acesso em 02/09/2020.

BRASIL. **Emenda Constitucional nº 18**, de 1º de dezembro de 1965. Reforma do Sistema Tributário. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Emendas/Emc_anterior1988/emc18-65.htm. Acesso em 02/05/2021.

BRASIL. **Lei nº 3.150**, de 4 de novembro de 1882. Regula o estabelecimento de companhias e sociedades anonyms. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/LIM3150.htm. Acesso em 02/08/2020.

BRASIL. **Lei nº 4.625**, de 31 de dezembro de 1922. Orça a Receita Geral da Republica dos Estados Unidos do Brasil para o exercicio de 1923. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/1901-1929/l4625.htm. Acesso em 05/10/2021.

BRASIL. **Lei nº 5.172**, de 25 de outubro de 1966. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5172compilado.htm. Acesso em 23/04/2021.

BRASIL. **Lei nº 6.385**, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em 20/08/2020.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em 31/07/2020.

BRASIL. **Lei nº 8.981**, de 20 de janeiro de 1995. Altera a legislação tributária Federal e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8981.htm. Acesso em 20/11/2021.

BRASIL. **Lei nº 10.406**, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em 12/10/2020.

BRASIL. **Lei nº 11.033**, de 21 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l11033.htm. Acesso em 19/11/2021.

BRASIL. **Lei nº 11.101**, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/l11101.htm. Acesso em 30/09/2020.

BRASIL. **Lei nº 12.431**, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Disponível em: [http://www.http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12431.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12431.htm). Acesso em 05/08/2020.

BRASIL. **Lei nº 13.105**, de 16 de março de 2015. Código de Processo Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm. Acesso em 12/10/2020.

BRASIL. **Lei nº 13.506**, de 13 de novembro de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm. Acesso em 15/12/2020.

BRASIL. Ministério da Economia. **Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas**. 75ª edição. Fevereiro de 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-de-debentures-incentivadas/2020/spe-me-boletim-debentures-lei-12-431-fev-2020.pdf>. Acesso em 15/11/2020.

BRASIL. Ministério da Economia. **Instrução Normativa RFB nº 1.585**, de 31 de agosto de 2015. Dispõe sobre o imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais. Disponível em: http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=67494&visao=a_notado. Acesso em 19/11/2021.

BRASIL. Ministério de Minas e Energia. **Portaria nº 457**, de 29 de setembro de 2015. Disponível em: https://www.in.gov.br/materia/-/asset_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/32882034/do1-2015-09-30-portaria-n-457-de-29-de-setembro-de-2015-32881999. Acesso em 28/01/2021.

BRASIL. Supremo Tribunal de Justiça. **REsp. 625.506/RS**, Relator Ministro João Otávio de Noronha. Segunda Turma, 2007.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **RE 232.393/SP**, Relator Ministro Carlos Velloso. Tribunal Pleno, 1999.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **RE 188.684-6**, Relator Ministro Moreira Alves. Primeira Turma, 2002.

BRUNI, Adriano Leal. **Mercados Financeiros**. 1ª edição. São Paulo: Atlas, 2005.

CALAZANS, Flávio. **Propaganda Subliminar Multimídia**. 7ª edição. São Paulo: Summus, 2006.

CAMASMIE, Rogério. **Financiamento de Longo Prazo**: um estudo comparativo entre empréstimo bancário e emissão de debêntures. 2013. Dissertação - Mestrado em Sistemas de Gestão. Universidade Federal Fluminense. Niterói, 2013.

CARNEIRO, Claudio. **Curso de direito tributário e financeiro**. 9ª edição São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Volume 1. 7ª edição revisada e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2013.

CASSONE, Vittorio. **Direito tributário**. 28ª edição. São Paulo: Atlas, 2018.

CHAVES, Paula. Projeto de Lei cria debênture incentivada com isenção fiscal para emissor. In: **Legislação & Mercados**, 03 de março de 2021. Disponível em: <https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/projeto-de-lei-cria-debenture-incentivada-com-isencao-fiscal-para-emissor>. Acesso em 03/02/2022.

CLOUD, Beatriz Nunes; RESKE, Rafael Henrique. As debêntures de infraestrutura e as novidades do Projeto de Lei n.2646. In: **Revista Consultor Jurídico**, 20 de julho de 2021. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-jul-20/opiniao-debentures-infraestrutura-novidades-pl-2646>. Acesso em 03/02/2022.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial: Direito de empresa**. 1ª edição em e-book baseada na 28ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

CRUZ, André Santa. **Direito empresarial**. 8ª edição. São Paulo: Forense, 2018.

CVM. **O Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3ª edição. Rio de Janeiro: CVM, 2014. 376p.

CVM. **Portal do Investidor: Debêntures**. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/debenture.html. Acesso em 06/08/2020.

CVM. **PARECER/CVM/SJU/N005**, de 19 de fevereiro, 1986. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/1986/Parecer_05_1986.pdf. Acesso em 03/01/2021.

DELGADO, Mariana. **O guia definitivo para investir em renda fixa: o simples que funciona**. Edição do Kindle, 2021.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S.A. comentada**. Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FOLLONI, André. Isonomia na tributação extrafiscal. **Revista Direito GV**, São Paulo, n.10, 2014, p. 201-220

GIAMBIAGI, Fabio; ALEM, Ana Cláudia. **O BNDES em um Brasil em transição**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010.

GONÇALVES, José Artur Lima. **Imposto sobre a renda: pressupostos constitucionais**. São Paulo: Malheiros Editores, 1997. p. 179.

IF. Debêntures incentivadas tiveram recorde de investimentos em 2021. In: **Valor Econômico**, 25 de janeiro de 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/patrocinado/inteligencia-financeira/artigo/debentures-incentivadas-recorde-de-investimentos-2021.ghtml>. Acesso em 27/02/2022.

LEMES JR, Antônio Barbosa; RIGO, Cláudio Miessa; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 2016. 656p.

LEONETTI, Carlos Araújo. **O imposto sobre a renda das pessoas físicas como instrumento de justiça social no Brasil atual**. 2002. Tese (Doutorado) - Curso de Direito, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2002.

MACHADO, H. B. **Manual de Direito Tributário**. 10ª edição. São Paulo: Atlas, 2018.

MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial**. 40ª edição revista, atualizada e ampliada por Carlos Henrique Abrão. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MCNAUGHTON, Charles William. Fato gerador. In: **Fato gerador**. [S. l.], 1 de maio 2019. Disponível em: <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/302/edicao-1/fato-gerador>. Acesso em 03/01/2022.

MIRANDA, Pontes de. **Direito das obrigações: direito das obrigações, títulos ao portador, títulos nominativos, títulos endossáveis**. Coleção Tratado de Direito Privado, Parte Especial. Tomo XXXIII. Atualizado por Alcides Tomasetti Jr., Rafael Domingos Faiardo Vanzella. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

MITERHOF, Marcelo Trindade; PEREIRA, Thiago Rabelo. **Debêntures de infraestrutura: qual fração do custo fiscal é transferida aos projetos?**. Textos para discussão nº 143. BNDES, 2019.

MOODYS. Site oficial. Disponível em: https://www.moodys.com/pages/default_br.aspx. Acesso em 20/08/2020.

MOSQUERA, Quiroga, Roberto. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1998.

NEGRÃO, Ricardo. **Manual de direito empresarial**. 9ª edição. São Paulo: Saraiva, 2019.

NOVAIS, Rafael. **Direito tributário facilitado**. 3ª edição, revisada, atualizada e ampliada. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2018.

PAULSEN, Leandro. **Curso de direito tributário completo**. 4ª edição. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2012.

PERLIN, Marcelo S. **Poupando e investindo em renda fixa: uma abordagem baseada em dados**. Edição do Kindle, 2019.

R7. **Expectativa sobre inflação sobe pela 35ª vez e encosta em 10,2%**. 06 de dezembro de 2021. Disponível em: <https://noticias.r7.com/economia/expectativa-sobre-inflacao-sobe-pela-35-vez-e-encosta-em-102-06122021>. Acesso em 14/02/2022.

ROVAI, Armando L. **Debênture**. Enciclopédia jurídica da PUC-SP. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (coords.). Tomo: Direito Comercial. Fábio Ulhoa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (coord. de tomo). 1ª edição. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2018. Disponível em: <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/218/edicao-1/debenture>. Acesso em 01/09/2020.

SABBAG, Eduardo. **Direito tributário essencial**. 7ª edição. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2020.

SHENG, Hsia Hua; SAITO, Richard. Determinantes de *spread* das debêntures no mercado brasileiro. **Revista de Administração (RAUSP)**. v.40, nº 2, p.193-205. São Paulo, 2005.

TESOURO DIRETO. **Confira a rentabilidade de cada título**. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm>. Acesso em: 14/02/2022.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **O crédito corporativo de longo prazo em uma encruzilhada: onde estamos e para onde podemos ir?**. IEDI, 2017.

VIEIRA, Carolina Sena. **A norma antissimulação fiscal do parágrafo único do artigo 116 do Código Tributário Nacional: uma construção sintática, semântica e pragmática**. 2017. Tese (Doutorado) - Curso de Direito, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2017.

VELLEDA, Isabella. Veja os investimentos que renderam acima da inflação em 2021. In: **Forbes**, 13 de janeiro de 2022. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2022/01/veja-os-investimentos-que-renderam-acima-da-inflacao-em-2021>. Acesso em 14/02/2022.

WAJNBERG, Daniel. Cinco anos de debêntures de infraestrutura: uma avaliação de efetividade do instrumento. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, nº 44, p. 123-173, dezembro 2015.