

INSIGHT: BONDS COMO ALTERNATIVA ÀS DEBÊNTURES PARA EMISSORES BRASILEIROS

Os *bonds* são títulos de dívida emitidos por empresas privadas ou entidades governamentais para fins de financiamento ("*Bonds*"). Quando os investidores compram *Bonds* corporativos, estão emprestando dinheiro à empresa privada emissora em troca, na maioria dos casos, do direito de receber pagamentos de juros periódicos (cupom) e do retorno do valor principal no vencimento.¹ No Brasil, as debêntures e as notas comerciais são os títulos de dívida locais equivalentes aos *Bonds*, emitidos nos termos da legislação brasileira e regidos por regulamentações locais, notadamente a Lei n.º 6.404/1976 (a "Lei das Sociedades por Ações") e a Lei n.º 14.195/2021.

A emissão de dívida no mercado doméstico é uma ferramenta de financiamento amplamente utilizada por companhias brasileiras e é, em grande parte, dominada pelas debêntures.² O mercado de renda fixa brasileiro expandiu significativamente, com companhias emitindo centenas de bilhões de reais nos últimos anos.³ Por exemplo, de janeiro a agosto de 2024, o total de títulos de renda fixa de emissão no mercado doméstico atingiu R\$484,2 bilhões (≈US\$ 96 bilhões), com debêntures contabilizando por, aproximadamente, 59% desse total.⁴ No primeiro trimestre de 2025, as companhias emitiram um recorde de R\$103 bilhões (≈US\$ 18,7 bilhões) em debêntures (de R\$152,3 bilhões – ≈US\$ 27,7 bilhões – da emissão doméstica total).⁵

Por outro lado, apesar do domínio indiscutível das debêntures como a principal ferramenta de captação doméstica, os *Bonds* internacionais também serviram como uma opção complementar – e, em alguns casos, até mesmo alternativa – de financiamento para os emissores brasileiros. No primeiro trimestre de 2025, companhias brasileiras emitiram US\$11,1 bilhões em *Bonds* em 12 operações – o maior volume registrado em um primeiro trimestre desde 2014.⁶ Em 2024, emissores brasileiros captaram aproximadamente US\$21 bilhões por meio de emissões de *Bonds*,⁷ superando os US\$16,1 bilhões captados em 2023 e refletindo o aumento contínuo em relação aos US\$10,7 bilhões em 2022.⁸ Esses números destacam a consistente tendência de alta na emissão internacional de *Bonds* por companhias brasileiras.

Este artigo fornece uma análise comparativa prática dos principais fatores que as companhias devem considerar ao escolher entre a emissão de debêntures locais ou a emissão de *Bonds* internacionais, com foco na estrutura regulatória aplicável no Brasil e nos mercados norte-americano e europeu.

¹ Certos títulos corporativos podem não pagar juros/cupons periódicos. Em vez disso, eles podem ser estruturados como títulos conversíveis, incluindo *warrants* anexados (*warrant bonds*), não ter data de vencimento (títulos perpétuos) ou apresentar mecanismos de pagamento alternativos, como pagamento em espécie (PIK) ou estruturas de alternância.

² ANBIMA, "Ofertas no mercado de capitais atingem volume recorde de R\$ 152,3 bilhões no 1º trimestre de 2024."

³ Idem.

⁴ ANBIMA, "Mercado de capitais registra captação de R\$ 47,3 bilhões em agosto e ultrapassa o volume de 2023."

⁵ B3, "Explosão da renda fixa faz emissão de debêntures bater recorde no 1º trimestre."

⁶ Valor Internacional. "Mercado brasileiro registra recorde de R\$ 152 bilhões em captação de recursos no 1º trimestre."

⁷ Valor Internacional. "As perspectivas de vendas de títulos para o início de 2025 ainda são positivas, apesar das incertezas."

⁸ Valor Internacional. "A emissão de títulos no exterior supera os totais de 2023."

Bonds versus Debêntures

As companhias brasileiras devem ponderar os prós e os contras do financiamento por meio de debêntures locais *versus* títulos internacionais.

Acesso ao Mercado e Base de Investidores

Os *Bonds* permitem que os emissores brasileiros acessem uma base global de investidores mais ampla, incluindo investidores institucionais nos Estados Unidos da América ("EUA"), Europa e outros mercados. A maioria das transações são estruturadas com base na *Rule 144A*, sob o *US Securities Act of 1933* ("Securities Act" e "Regra 144A") e no *Regulation S*, sob o *Securities Act* ("Regulamento S") permitindo, respectivamente, a colocação para investidores institucionais qualificados nos EUA (*qualified institutional buyers*, ou "QIBs") e para investidores institucionais que não sejam americanos, conforme definido pela regulamentação local. O acesso a investidores institucionais no exterior é limitado a ofertas públicas registradas junto às autoridades competentes, como a Comissão de Valores Mobiliários dos EUA (a *U.S. Securities and Exchange Commission*, ou "SEC") e reguladores nacionais de países membros da União Europeia, podendo implicar em deveres de divulgação, requisitos adicionais ao prospecto e obrigações contínuas de reporte.

No mercado doméstico, as ofertas públicas de debêntures são regidas pela Resolução n.º 160/2022 ("Resolução CVM 160"), que prevê procedimentos distintos a depender da classe de investidores (e.g., investidores de varejo, qualificados ou profissionais, conforme definidos pela Resolução CVM n.º 30/2021)⁹ e do tipo de emissor (e.g., emissor frequente, emissor com grande exposição ao mercado (EGEM), companhias abertas e companhias fechadas). As ofertas direcionadas exclusivamente a investidores profissionais se beneficiam de um processo de registro simplificado e automático, enquanto as ofertas direcionadas a investidores qualificados ou institucionais implicam na elaboração de um prospecto que atenda a requisitos de divulgação mais amplos, bem como também podem estar sujeitas à análise prévia pela CVM. As ofertas de companhias fechadas são voltadas exclusivamente para investidores profissionais, mas também podem ser direcionadas a investidores qualificados no caso de "debêntures incentivadas" emitidas nos termos da Lei n.º 12.431/2011. Para mais detalhes sobre debêntures incentivadas e seu tratamento tributário, consulte a seção "Considerações Tributárias" abaixo.

Liquidez

O mercado secundário de debêntures no Brasil opera predominantemente por meio da plataforma de balcão gerenciada pela B3 (Cetip UTM), sob um sistema de registro e custódia sujeito às regras da CVM. Embora os desenvolvimentos recentes do mercado tenham levado a um aumento gradual nos volumes de negociação,¹⁰ a liquidez permanece relativamente limitada e concentrada. As debêntures são frequentemente adquiridas em ofertas primárias por investidores profissionais, como fundos de investimento, seguradoras e instituições financeiras, que geralmente detêm os títulos até

⁹ De acordo com a Resolução CVM nº 30/2021, "investidores profissionais" incluem, entre outros: instituições financeiras, seguradoras, fundos de pensão, fundos de investimento, investidores não residentes, gestores de recursos, consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM e pessoas físicas ou jurídicas com mais de R\$10 milhões em aplicações financeiras. "Investidores qualificados" incluem todos os investidores profissionais e, adicionalmente, pessoas físicas com mais de R\$1 milhão em aplicações financeiras.

¹⁰ Valor Econômico. "Negociação de debêntures no mercado secundário cresce 39% em 2024 e bate recorde."

seu vencimento.¹¹ Como resultado, a atividade de negociação secundária é esporádica, com limitação na transparência quanto à precificação, principalmente no caso de emissões menores. Além das particularidades do mercado, o próprio arcabouço regulatório brasileiro impõe limitações legais à liquidez em determinadas estruturas de oferta. Nos termos da Resolução CVM 160, a negociação secundária de valores mobiliários vendidos em ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais ou qualificados permanece restrita a esses investidores.

Os *Bonds* tendem a se beneficiar de uma liquidez mais ampla do mercado secundário. Os valores mobiliários emitidos nos termos da Regra 144A podem ser negociados entre QIBs no mercado secundário dos EUA, conforme permitido pela Regra 144A. Os valores mobiliários emitidos sob a Regulamento S tornam-se elegíveis para revenda no exterior após o decurso do período de conformidade de distribuição de 40 dias e são comumente liquidados por meio de sistemas internacionais de compensação, como *Euroclear* e *Clearstream*. Por outro lado, valores mobiliários ofertados de acordo com a isenção prevista na Seção 4(a)(2) do *Securities Act* estão sujeitos a restrições de transferência e podem não contar com um mercado de revenda reconhecido, o que limita substancialmente sua liquidez. Os *Bonds* emitidos com base em um "registro de prateleira" efetivo junto à SEC (*shelf registration statement*)¹² são livremente negociáveis e podem ser listados em bolsas de valores nacionais.

Moeda

As debêntures emitidas no mercado doméstico brasileiro são denominadas em reais (BRL),¹³ o que pode ser preferível para emissores cuja receita é majoritariamente em moeda local. Os *Bonds* internacionais, por sua vez, são normalmente denominados em moedas estrangeiras – mais comumente em dólares americanos (USD) ou euros (EUR) – oferecendo acesso a uma base de investidores mais ampla e, dependendo das condições de mercado, preços potencialmente mais competitivos. Emissões em moeda estrangeira, no entanto, envolvem risco cambial, o qual pode ser mitigado por meio de operações de *hedge* ou naturalmente compensado quando o emissor possui receitas na mesma moeda (como é o caso de exportadores e companhias multinacionais). Tais companhias frequentemente consideram os *Bonds* em moeda estrangeira como uma alternativa estratégica de financiamento. Nos últimos anos, os emissores também começaram a explorar mercados de moeda não tradicionais: em 2024, a Suzano tornou-se a primeira companhia brasileira a emitir um "Panda Bond", captando RMB 1,2 bilhão (aproximadamente US\$165 milhões) no mercado doméstico da China.¹⁴

Tamanho da Operação

¹¹ Nas ofertas de emissores frequentes ou de emissores experientes (EGEM) direcionadas exclusivamente a investidores profissionais, a negociação no mercado secundário tende a ser mais comum seis meses após o fechamento da oferta, quando as debêntures ofertadas passam a ser elegíveis para negociação por investidores de varejo, de acordo com a Resolução CVM 160.

¹² Nos termos da *Rule 415* da *Regulation C* do *Securities Act*, o *shelf registration statement* permite que emissores registrem antecipadamente determinados valores mobiliários junto à SEC e realizem ofertas públicas desses títulos de forma parcelada, conforme a conveniência da companhia e as condições de mercado, durante o prazo de validade do registro (em regra, até três anos). Não há mecanismo equivalente no ordenamento jurídico brasileiro, uma vez que no Brasil cada oferta pública registrada perante a CVM exige, via de regra, um pedido específico e individual de registro.

¹³ Em regra, as debêntures devem ser denominadas em reais. No entanto, de acordo com o artigo 54 da Lei das Sociedades por Ações, os termos de emissão podem prever estruturas alternativas de remuneração, incluindo vinculação à variação cambial – como o dólar americano (por exemplo, PTAX) – sujeitas à regulamentação aplicável.

¹⁴ Advogado latino. "A Suzano se torna a primeira companhia brasileira a emitir títulos panda."

Os mercados internacionais de *Bonds* geralmente permitem a captação de volumes maiores em uma única operação, devido ao acesso mais amplo ao capital institucional global. Em 2024, por exemplo, emissores brasileiros captaram aproximadamente US\$21 bilhões em cerca de 30 ofertas internacionais de *bonds*, uma média de cerca de US\$700 milhões por operação.¹⁵ No mercado doméstico, embora algumas transações sejam relevantes, a maioria das ofertas é relativamente menor, muitas vezes na faixa de algumas centenas de milhões de reais.

Taxas de juros

O custo do manutenção dos instrumentos de dívida varia de acordo com a moeda de emissão e as condições macroeconômicas vigentes. Para títulos denominados em moeda estrangeira, o custo efetivo em reais é diretamente impactado pelas variações cambiais: uma valorização do real reduz o custo de pagamento em moeda local, enquanto uma depreciação o eleva.

Esses instrumentos geralmente apresentam taxas de juros fixas em moeda forte. Já as debêntures emitidas no Brasil são, em regra, denominadas em reais e vinculadas a índices locais, como a taxa CDI ou índices de inflação (por exemplo, IPCA + *spread*), os quais são influenciados pela política monetária doméstica. Períodos de taxas elevadas da Selic, como observado nos últimos anos, tendem a aumentar o custo do financiamento local. Dessa forma, a relação custo-benefício entre emissões internacionais e domésticas pode variar dependendo dos diferenciais de juros, as expectativas inflacionárias e a estratégia do emissor quanto à gestão do risco cambial.

Considerações fiscais

Tanto nas emissões de *Bonds* quanto nas de debêntures por companhias brasileiras, as questões tributárias são relevantes.

O emissor deve considerar a aplicação do Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) sobre os pagamentos de juros aos investidores, do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) incidente sobre certas operações de crédito ou câmbio e do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) sobre o lucro tributável do emissor. Os pagamentos de juros em ambos os instrumentos são, em regra, dedutíveis para efeitos de IRPJ, desde que atendidos os requisitos legais aplicáveis. No entanto, o tratamento tributário específico e os custos regulatórios associados podem variar conforme o instrumento (debêntures ou *Bonds*) e a estrutura adotada para a oferta.

As debêntures emitidas no Brasil estão sujeitas à retenção do IRRF sobre os juros pagos a pessoas físicas e jurídicas não isentas, à alíquota de 15% (ou 25%, caso o beneficiário esteja domiciliado em paraíso fiscal).¹⁶ No entanto, há isenções específicas (i.e., alíquota de IRRF de 0%) aplicáveis às chamadas "debêntures incentivadas", que são isentas de IRRF quando o titular é uma pessoa física brasileira. Esses valores mobiliários são regidos pela Lei n.º 12.431/2011 e devem ser destinados ao financiamento de projetos de infraestrutura ou produção econômica intensiva nos setores de pesquisa, desenvolvimento e inovação. Embora o benefício fiscal recaia legalmente sobre o investidor, ele também pode contribuir para a redução do custo efetivo de

¹⁵ Valor Internacional. "As perspectivas de vendas de títulos para o início de 2025 ainda são positivas, apesar das incertezas."

¹⁶ Há uma Medida Provisória (nº 1303) em análise no Congresso Nacional que pode aumentar a alíquota do IRRF sobre juros de 15% para 17,5% – essa alteração tributária valeria a partir de 2026. Não é possível prever se essa Medida Provisória será sancionada pelo Congresso Nacional.

capital do emissor, uma vez que os investidores, em geral, aceitam taxas de juros brutas menores quando não estão sujeitos ao imposto retido na fonte.

Além disso, a recente Lei n.º 14.801/2024 instituiu as "debêntures de infraestrutura", que representam uma nova modalidade. Embora tanto as debêntures incentivadas quanto as de infraestrutura tenham como objetivo o financiamento de projetos de infraestrutura, cada uma possui arcabouço jurídico próprio e diferentes incentivos fiscais: nas debêntures incentivadas, o benefício fiscal se aplica ao investidor, conforme descrito acima, enquanto, nas debêntures de infraestrutura, o benefício se aplica ao emissor, que poderá deduzir adicionalmente 30% dos juros pagos da base de cálculo do IRPJ. Ambos os regimes coexistem e são complementares – cabendo ao emissor optar pela alternativa mais eficiente, com base em seu perfil e base de investidores. Projetos ambientais (como *green bonds* ou debêntures verdes) também podem se beneficiar dessas isenções fiscais, desde que cumpram os requisitos legais aplicáveis.

Por fim, a Lei n.º 14.801/2024 também criou a estrutura de "*bonds* incentivados", que estende a isenção de IRRF a investidores estrangeiros sobre *Bonds* vinculados a projetos de infraestrutura emitidos por companhias brasileiras, mesmo quando tais ofertas forem realizadas no exterior. Assim como nas isenções aplicáveis a emissões domésticas, essa medida pode beneficiar o emissor ao aumentar o apetite dos investidores e reduzir a taxa de retorno bruta exigida.

Os *Bonds* emitidos por companhias brasileiras podem ser estruturados por meio de veículos de propósito específico (SPEs) constituídos no exterior, usualmente em jurisdições como as Ilhas Cayman ou as Ilhas Virgens Britânicas. Essas SPEs atuam como emissoras formais dos *Bonds*, sendo que o pagamento de juros são realizados diretamente aos investidores estrangeiros, o que afasta a incidência de IRRF no Brasil.

Paralelamente, a companhia operacional brasileira que recebe os recursos (por meio de mútuos *intercompany* ou acordos equivalentes) poderá deduzir as despesas financeiras correspondentes, observadas as regras locais aplicáveis de preços de transferência, subcapitalização (*thin capitalization*) e normas gerais antielisivas.

Covenants

As debêntures são regidas pela legislação brasileira e, em geral, incluem um conjunto padrão de cláusulas restritivas (*covenants*), refletindo a prática do mercado local, tais como limitações ao endividamento, manutenção de índices financeiros e outras cláusulas de proteção. Por sua vez, os *Bonds* são usualmente regidos pela legislação do estado de Nova Iorque e podem adotar padrões distintos de *covenants*, a depender do perfil de crédito do emissor. Emissões envolvendo maior risco de crédito (*high yield*), por exemplo, costumam conter cláusulas mais restritivas e maiores proteções aos investidores. Já *Bonds* emitidos por companhias classificadas como *investment grade* tendem a apresentar estruturas de *covenants* significativamente mais leves – em alguns casos, sem garantias, sem *covenants* financeiros e apenas restrições básicas. *Investment grade* refere-se a emissores cuja classificação de crédito está igual ou acima de um determinado patamar limite mínimo estabelecido por agências de *ratings* internacionais (por exemplo, BBB- pela S&P ou Fitch, ou Baa3 pela Moody's). Tais emissores são, geralmente, percebidos como apresentando baixo risco de inadimplemento, podendo, assim, acessar condições mais favoráveis de mercado e estruturas contratuais menos onerosas.

Requisitos regulamentares

A emissão e oferta de debêntures nacionais exige o cumprimento da Lei das Sociedades por Ações e da Resolução CVM 160, entre outras regras. Desde 2023, todas as ofertas públicas (incluindo de debêntures) devem ser registradas na CVM. Quando a oferta é destinada a investidores qualificados e ao público em geral, o processo inclui a elaboração de prospecto e pode envolver a análise prévia da CVM ou de outro regulador (como a ANBIMA), a depender da estrutura da oferta. Ofertas direcionadas exclusivamente a investidores profissionais são elegíveis para registro automático e estão dispensadas da apresentação de prospecto. Além disso, as debêntures podem ser registradas para negociação na B3 – caso em que o emissor também deve cumprir as obrigações contínuas de divulgação de informações perante a CVM.

Por outro lado, a Resolução CVM 160 estabelece um "porto seguro" (*safe harbor*) para ofertas de *Bonds* no exterior, dispensando o registro na CVM e as exigências de divulgação de informações nos casos em que sejam atendidos os seguintes requisitos cumulativos: (i) a oferta seja realizada integralmente fora do Brasil; (ii) os *Bonds* sejam denominados em moeda estrangeira; (iii) a oferta seja destinada exclusivamente a investidores profissionais e liquidada por meio de contas mantidas no exterior; e (iv) os *Bonds* não sejam negociados em mercados regulamentados de valores mobiliários no Brasil.

O emissor brasileiro deve registrar a contratação de empréstimos no exterior junto ao Banco Central do Brasil e cumprir as regras de controle cambial, mas não há procedimentos de oferta perante a CVM para emissões de *Bonds* realizadas no exterior.

Custos de Emissão

No Brasil, as ofertas de debêntures envolvem custos regulatórios (CVM, B3 e ANBIMA), comissões de colocação, honorários advocatícios e despesas com documentação. No entanto, os custos totais da transação tendem a ser menores devido ao escopo localizado e aos procedimentos padronizados previstos na Resolução CVM 160. Para ofertas destinadas a investidores profissionais, o regime de registro automático reduz ainda mais os encargos regulatórios e custos associados. As ofertas de *Bonds* internacionais, por sua vez, implicam em custos iniciais substancialmente mais elevados. Esses custos incluem contratação de assessoria jurídica local e internacional, comissões de *underwriters* alinhadas às práticas de mercado internacional, despesas com listagem (quando aplicável) e documentação em conformidade com a legislação norte-americana de valores mobiliários e padrões globais. Custos adicionais também decorrem da estruturação internacional, da *due diligence*, dos arranjos de liquidação (como DTC e *Euroclear*) e do cumprimento das normas de controle cambial brasileiras. No entanto, as ofertas realizadas com base na Regra 144A permitem que os emissores brasileiros acessem o mercado institucional estado-unidense de forma mais célere e com menor custo do que uma oferta registrada integralmente junto à SEC. Além disso, as ofertas realizadas sob *shelf registration*, embora exijam registro prévio na SEC, podem reduzir custos em operações subsequentes.

Aspecto	<i>Bonds</i>	Debêntures
Acesso ao Mercado e Base de Investidores	Mercados internacionais amplos; acesso a investidores	Principalmente mercado doméstico; principalmente investidores institucionais

	institucionais globais (QIBs, fundos estrangeiros)	brasileiros (fundos de pensão, bancos)
Liquidez	Relativamente líquidas no caso de operações nos termos da Regra 144A e do Regulamento S; negociação secundária ativa	Mercado secundário limitado
Moeda	USD/EUR ou outro (risco cambial para emissores com receitas baseadas em real)	Real (sem risco cambial para emissores com moeda local)
Tamanho Típico da Operação	Grande (geralmente +US\$100 milhões)	Pode ser menor; tamanho flexível para atender às necessidades do emissor
Taxas de juros	Pode ser inferior à taxa de juros das debêntures, dependendo das taxas globais e do perfil do emissor	Muitas vezes atrelado ao CDI ou IPCA, normalmente taxas mais altas
Considerações fiscais	Juros geralmente dedutíveis para fins fiscais; isenção de imposto de renda na fonte para veículos estrangeiros e <i>Bonds</i> de infraestrutura	Juros geralmente dedutíveis para fins fiscais; incentivos fiscais locais para determinadas debêntures (ex.: infraestrutura)
Covenants	Normalmente incluem cláusulas contratuais conforme padrão internacional; mais restritivas em emissões <i>high-yield</i>	Tradicionalmente mais leves do que as cláusulas em emissões de <i>Bonds</i> ; geralmente mais robustas em ofertas de maior porte ou incentivadas
Requisitos Regulatórios	Sem registro na CVM se integralmente realizada no exterior (<i>safe harbor</i> nos termos da Resolução CVM 160); sem necessidade de registro na SEC ou de divulgação contínua para ofertas realizadas com base na Regra 144A, no Regulamento S e colocação privada	Registro CVM obrigatório para todas as ofertas públicas; obrigações contínuas de divulgação; emissões privadas são regidas pela Lei das Sociedades por Ações
Custo de emissão	Superior (subscrição internacional, dupla assessoria jurídica, padrões globais de documentação)	Mais baixo (subscrição doméstica, documentação simplificada, taxas regulatórias locais)

Caminhos Regulatórios para a Emissão de *Bonds*

Emissores brasileiros têm diversas alternativas para acesso aos mercados estrangeiros. Os caminhos mais comuns são: (1) ofertas Regra 144A / Regulamento S, (2) colocações privadas e (3) ofertas registradas na SEC (*shelf*), conforme descrito abaixo.

Regra 144A / Regulamento S

Historicamente, a Regra 144A e o Regulamento S têm sido as estruturas mais comumente adotadas pelos emissores brasileiros que acessam os mercados internacionais de *Bonds*. A Regra 144A permite a colocação de valores mobiliários junto a QIBs nos EUA sem necessidade de registro perante a SEC, desde que sejam observadas determinadas restrições à revenda. O Regulamento S, por sua vez, permite a oferta e venda de valores mobiliários fora dos EUA para investidores que não sejam estado-unidenses, tratando tais operações estrangeiras como isentas dos requisitos de registro nos EUA. É comum, no entanto, que as companhias optem por uma estrutura combinada (*Rule 144A/Reg S*), na qual ambas as tranches são ofertadas simultaneamente em uma única operação. Essa abordagem permite um alcance mais amplo de investidores, ao direcionar a tranche da Regra 144A a investidores profissionais estado-unidenses e a tranche do Regulamento S aos demais investidores internacionais. Na prática, os emissores geralmente contratam bancos de investimento internacionais para coordenar a oferta e conduzir o processo de *bookbuilding* em ambos os mercados, embora, do ponto de vista jurídico, seja possível realizar tais ofertas sem *underwriters* – especialmente em contextos de distribuição restrita. Os padrões de documentação e diligência legal são rigorosos, refletindo aqueles exigidos em ofertas registradas.

Essas ofertas estão isentas de registro junta à SEC e à CVM e, portanto, não estão sujeitas às obrigações de reporte perante a SEC e análise prévia pela CVM.

Colocações privadas

As colocações privadas referem-se a ofertas não públicas de valores mobiliários realizadas junto a um número limitado de investidores institucionais ou qualificados, normalmente conduzidas com base em isenções de registro, como previsto pela Seção 4(a)(2) do *Securities Act*. Tais operações envolvem exigências documentais mais simples (como a apresentação de materiais informativos ao investidor em vez de um memorando de oferta completo) e podem prever estruturas de amortização ou pagamento único (*bullet*), negociadas caso a caso dependendo da demanda específica dos investidores. Essas ofertas são, em geral, direcionadas a investidores institucionais sofisticados, que têm a intenção de manter os valores mobiliários até o vencimento. As colocações privadas podem ser executadas rapidamente, mas apresentam liquidez de mercado limitada. Emissores brasileiros têm recorrido a essa modalidade ao buscar investidores especializados ou quando necessitam captar montantes menores de recursos.¹⁷ Por não se tratarem de ofertas públicas, tais operação não exigem registro perante a SEC ou a CVM. No

¹⁷ Um exemplo de colocação privada por emissores brasileiros no exterior foi a colocação privada de R\$1,4 bilhão do Itaú Unibanco, totalmente subscrita pela IFC e pelo BID Invest (comunicado à imprensa da IFC, março de 2025, disponível em: <https://www.ifc.org/en/pressroom/2025/ifc-idb-invest-forge-partnership-with-itaub>).

entanto, tendem a implicar em custos financeiros mais elevados (em razão da menor liquidez) e incluem condições estruturadas sob medida para o investidor específico em questão.

Ofertas registradas na SEC (shelf programs)

Os *shelf registrations* são instrumentos amplamente utilizados nos Estados Unidos e permitem que emissores registrem valores mobiliários junto à SEC mesmo sem a intenção imediata de ofertá-los, conferindo flexibilidade para acessar o mercado de capitais quando surgirem condições favoráveis. No Brasil, não há mecanismo equivalente. Esse modelo está disponível apenas para emissores previamente registrados na SEC e é voltado àqueles que buscam maior agilidade e acesso recorrente ao mercado de dívida norte-americano. As ofertas realizadas sob um programa *shelf* envolvem o protocolo de um *registration statement* (por exemplo, o Form F-3, no caso de emissores estrangeiros elegíveis). O *shelf registration* permite que o emissor realize emissões de dívida de forma rápida, em múltiplas tranches, até um limite de valor previamente definido no registro.

Entre as principais vantagens estão: (i) o amplo alcance de investidores — incluindo investidores institucionais nos EUA e, no caso de tranches ofertadas com base no Regulation S, qualquer investidor profissional fora dos EUA —; e (ii) a flexibilidade decorrente do acesso contínuo ao mercado. O principal fator a ser considerado, contudo, é que o emissor deve estar disposto a se submeter ao regime informacional da SEC e arcar com os encargos regulatórios e os custos associados ao cumprimento das exigências de divulgação e compliance, uma vez que as ofertas realizadas sob esse regime exigem a entrega de prospecto conforme as regras da SEC e o cumprimento integral da legislação de valores mobiliários dos EUA. Alguns emissores brasileiros de grande porte — como Gerdau¹⁸ e Petrobras — já utilizaram *shelf offerings* registradas na SEC para acessar o mercado de dívida norte-americano. Caso os valores mobiliários sejam também ofertados a investidores brasileiros, fora das condições de *safe harbor* estabelecidas pela Resolução CVM 160, será necessário registrar a oferta perante a CVM.

Conclusão

Nos últimos anos, as companhias brasileiras têm progressivamente recorrido aos mercados internacionais de *Bonds* como forma de diversificar suas fontes de financiamento, acessar uma base de investidores mais ampla e sofisticada, captar volumes mais elevados e obter prazos mais longos do que os normalmente disponíveis no mercado doméstico de debêntures. Embora a emissão de *Bonds* no exterior envolva maior complexidade regulatória, custos elevados e exposição ao risco cambial, essa alternativa proporciona maior liquidez, condições competitivas de precificação e acesso ao capital global. A decisão pela emissão internacional deve estar alinhada à estratégia de captação e aos objetivos de diversificação do emissor. Cada vez mais, as

¹⁸ Tauil & Chequer Advogados, associado a Mayer Brown LLP, assessorou a transação.

companhias brasileiras têm combinando emissões de debêntures locais com captações no mercado internacional, adotando uma abordagem abrangente e flexível em suas estratégias de financiamento.

Este texto faz parte de uma série de legal insights de abordagem prática sobre os mercados internacionais de dívida para empresas brasileiras. Siga nossa página para mais atualizações.

PRINCIPAIS CONTATOS

ESTADOS UNIDOS



David Bakst
Sócio | Nova Iorque
E: dbakst@mayerbrown.com
Telefone: +1 212 506 2551



Milena Muradian
Counsel | Los Angeles
E: mmuradian@mayerbrown.com
Telefone: +1 213 621 3973

SÃO PAULO



Carlos Motta
Sócio | São Paulo
E: cmotta@mayerbrown.com
Telefone: +55 11 2504 4622



Rodolfo Constantino de Tella
Sócio | São Paulo
E: rtella@mayerbrown.com
Telefone: +55 11 2504 4651



Giampaolo Marzulli
Sócio | São Paulo
E: gmarzulli@mayerbrown.com
Telefone: +55 11 2504 4687



Luis Maximino Otero Montes
Sócio | São Paulo
E: lmontes@mayerbrown.com
Telefone: +55 11 2504 4290



Natália Carvalho Minotto
Associada | São Paulo
E: nminotto@mayerbrown.com
Telefone: +55 11 2504 4235