

Debêntures de infraestrutura no financiamento de rodovias e ferrovias no Brasil: potencial, desafios e perspectivas

Danielle Carvalho Ribeiro

Agência Reguladora de Transportes de Minas Gerais (ARTEMIG), Brasil

E-mail: danielle.ribeiro@artemig.mg.gov.br

Resumo

O financiamento da infraestrutura de transportes é fundamental para o desenvolvimento econômico do Brasil. Na última década, a participação estatal caiu de R\$ 186,2 bilhões em 2010 para R\$ 36,8 bilhões em 2019 (FRISCHTAK *et al.*, 2022). Nesse contexto, a Lei 12.431/2011 instituiu as "Debêntures Incentivadas", oferecendo isenção de Imposto de Renda a investidores estrangeiros e pessoas físicas para financiar infraestrutura, sendo fundamental na estruturação financeira do setor (WAJNBERG e CAPISTRANO, 2016). A Lei 14.801/2024 criou as "Debêntures de Infraestrutura", complementando as Debêntures Incentivadas e ampliando as fontes de recursos. O Ministério dos Transportes, por meio da Portaria 689/2024, regulamentou os requisitos para projetos prioritários nos setores rodoviário e ferroviário. A principal inovação das Debêntures de Infraestrutura é a redefinição do beneficiário do incentivo fiscal: o benefício vai para o emissor, permitindo deduzir 30% dos juros pagos aos investidores da base de cálculo dos impostos sobre renda e lucro. Assim, reduz-se o custo do endividamento, tornando os títulos mais atrativos para investidores institucionais, como fundos de pensão. A ampliação do uso das Debêntures foi importante para o aumento da participação privada no financiamento de infraestrutura, que cresceu de R\$ 50,3 bilhões em 2010 para R\$ 86,6 bilhões em 2019 (FRISCHTAK *et al.*, 2022). A tendência de expansão é clara: em 2021, foram negociados R\$ 3,2 bilhões e, Debêntures; em 2022, R\$ 820 milhões; e no primeiro semestre de 2023, R\$ 1,18 bilhão (MINT, 2024). Em julho de 2024, foi assinada a maior operação de Debêntures Incentivadas do país, no valor de R\$ 10,75 bilhões, para obras nas rodovias Presidente Dutra e Rio-Santos. Este artigo analisa o financiamento de rodovias e ferrovias no Brasil, avaliando as Leis 12.431/2011 e 14.801/2024, as emissões de Debêntures de 2011 a 2024 e os desembolsos do BNDES no mesmo período. Conclui-se que os avanços legislativos criaram condições favoráveis ao aumento da participação privada no financiamento da infraestrutura. A redução da dependência do investimento público direto e o papel crescente do mercado de capitais indicam um cenário promissor. Contudo, é essencial aprofundar o entendimento dos instrumentos financeiros, volumes mobilizados e setores priorizados para melhorar a governança e a eficácia das políticas públicas.

Palavras-chave: Infraestrutura; Transportes; Investimentos; Financiamento; Mercado de Capitais; Debêntures.

1. Introdução

Atualmente, o transporte rodoviário desempenha um papel central no Brasil, sendo o meio mais utilizado no país, responsável por cerca de 65% do total de cargas transportadas e quase 95% dos passageiros, de acordo com a Pesquisa CNT de Rodovias (2024). Não obstante, a pesquisa aponta que a qualidade da infraestrutura rodoviária depende do aumento do aporte de recursos investidos, embora o passivo acumulado com sucessivos anos de baixos investimentos e a depreciação dinâmica das rodovias exijam um aumento na escala das intervenções para que os benefícios sejam percebidos de forma mais rápida. Essas ações são essenciais para a melhoria do transporte de pessoas e mercadorias, impactando positivamente o desenvolvimento econômico e social e garantindo maior eficiência e segurança nas rodovias (CNT, 2024).

Ao mesmo tempo, o transporte ferroviário representava, em 2021, 17,7% da matriz logística nacional, sendo que dos 30 mil quilômetros de ferrovias existentes, mais da metade estavam ociosos ou inativos (SANTOS e ARAÚJO, 2025). Os autores apontam que, o estabelecimento de um sistema de transporte mais eficiente e sustentável no Brasil, depende, dentre outras coisas, do melhor equilíbrio entre modais. Para tanto, investimentos no setor são fundamentais.

Assim, faz-se urgente a ampliação do orçamento público, a execução eficiente dos recursos, a priorização dos investimentos de maior impacto, o aprimoramento dos mecanismos contratuais para atrair investidores privados e o fortalecimento da fiscalização pelas agências reguladoras. No entanto, o investimento em rodovias e ferrovias no Brasil enfrenta desafios, especialmente na captação de recursos para o financiamento de obras e manutenção da infraestrutura. De modo geral, o financiamento no setor de infraestrutura precisa considerar os altos montantes de investimentos, o longo prazo para obtenção de retornos e o grande porte e estrutura das obras, que levam à um elevado grau de incerteza e risco dos projetos e, ao mesmo tempo, à necessidade de financiamentos com prazos mais longos e de maior volume que em outros setores (BRAGA, 2016).

Em 2010, por meio de recursos orçamentários da União e dos estados, ofertas de financiamento de bancos públicos, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e Caixa, além de fundos regionais e constitucionais, o Estado financiava 76% dos investimentos em infraestrutura e, em 2019, esse montante caiu para o patamar de 29% (FRISCHTAK *et al.*, 2022). Esse processo é, em parte, explicado pelas crescentes restrições fiscais e orçamentárias, restringindo a capacidade do setor público de financiamento de projetos dessa natureza.

Nesse contexto, a emissão de Debêntures Incentivadas surgiu como uma alternativa viável para atrair investimentos privados. A criação das Debêntures de Infraestrutura em 2011 é resultado do questionamento sobre o papel dos bancos públicos, da necessidade de diversificação das fontes de financiamento para o setor e do esforço de desenvolvimento do mercado de capitais de longo prazo no Brasil (BRAGA, 2016). Dada a falta de capacidade fiscal do setor público para financiamento dos expressivos montantes exigidos, os avanços em infraestrutura necessários para a garantia da universalização de serviços e cumprimento de requisitos mínimos de qualidade depende cada vez mais de desembolsos privados (MONTEIRO, 2021).

No entanto, a necessidade de maior flexibilidade na gestão desses títulos levou à recente alteração regulatória. Essa pesquisa busca analisar o impacto da Lei Federal 14.801/2024, que instituiu as Debêntures de Infraestrutura com o objetivo de complementar as Debêntures Incentivadas e, conseqüentemente, aumentar as fontes de arrecadação de recursos para os projetos de infraestrutura no país.

Em ambos os casos, os recursos captados pelos emissores deverão ser destinados à implementação de projetos de investimento na área de infraestrutura ou de produção econômica

intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação considerados como prioritários pelo governo federal (ANBIMA, 2024).

No que se refere às diferenças entre os títulos de Debêntures, as mais relevantes se concentram nas regras de tributação. A Lei Federal 14.801/2011, que instituiu as Debêntures Incentivadas, trouxe uma importante inovação de redução das alíquotas de imposto de renda para títulos emitidos: enquanto as Debêntures Não Incentivadas têm alíquota de 15% para investidores estrangeiros e pessoas físicas residentes e alíquota regressiva 22,5% para a pessoa jurídica, as Debêntures Incentivadas têm isenção total do imposto de renda para pessoa física residente e investidores estrangeiros e alíquota de 15% para pessoa jurídica. Como resultados, na última década, a participação privada no total do financiamento em infraestrutura no Brasil cresceu 20 pontos percentuais, chegando a 65% em 2019, superando a participação pública (MONTEIRO, 2021). No entanto, uma das limitações das Debêntures Incentivadas refere-se à capacidade de atração de fundos de pensão e seguradoras, que já são isentos do pagamento de imposto de renda em qualquer aplicação financeira (FRISCHTAK *et al.*, 2022).

De modo análogo às Debêntures Incentivadas, as Debêntures de Infraestrutura, instituídas pela Lei Federal 14.801/2024, têm como objetivo de captar recursos privados para o financiamento de projetos de infraestrutura e outros projetos prioritários do Governo. Uma das principais inovações do novo incentivo é a redefinição do beneficiário do incentivo fiscal do investidor para o emissor, que passou a ter a possibilidade de redução do lucro tributável, nos termos da legislação vigente.

O presente artigo busca entender como essa medida pode afetar o fluxo de investimentos, a atratividade das concessões e o desenvolvimento da infraestrutura de transporte no país.

2. Metodologia

Esse artigo propõe discutir o financiamento de rodovias e ferrovias no Brasil, analisando o potencial, desafios e perspectivas para as Debêntures de Infraestrutura. Para tanto, propõe-se, inicialmente, uma revisão da literatura sobre o tema. A revisão de literatura refere-se à fundamentação teórica para tratar o tema e o problema de pesquisa. Por meio da análise da literatura publicada foi feita a estruturação conceitual que deu sustentação ao desenvolvimento da pesquisa. Para isso, utilizou-se metodologia de pesquisa bibliográfica, baseada na análise da literatura já publicada em forma de livros, artigos, teses, dissertações, trabalhos apresentados em congressos, relatórios, entre outros.

A presente pesquisa adotou uma abordagem qualitativa e documental com o objetivo de analisar, de forma sistemática e crítica, o arcabouço legal e os instrumentos financeiros voltados ao financiamento da infraestrutura no Brasil por meio de Debêntures Incentivadas, no período compreendido entre 2011 e 2025. Para tanto, foram examinados os dispositivos normativos centrais relacionados ao tema, com especial destaque para a Lei Federal nº 12.431, de 24 de junho de 2011, e a Lei Federal nº 14.801, de 09 de janeiro de 2024, as quais estabelecem os fundamentos legais para a emissão de Debêntures Incentivadas e Debêntures de Infraestrutura, respectivamente. Tais normas foram analisadas em conjunto com regulamentações infralegais complementares, como Decretos e Portarias que as regulamentam.

A análise normativa considerou a evolução legislativa ao longo do período em estudo, de modo a compreender as alterações ocorridas na estrutura dos incentivos, os critérios de elegibilidade dos projetos, os requisitos para aprovação de emissões, bem como os impactos dessas mudanças na atratividade dos papéis junto ao mercado. A Lei Federal 12.431/2011, marco inicial da política pública voltada à utilização de Debêntures para alavancar investimentos em infraestrutura, foi avaliada em seu contexto de criação e implementação. Já a Lei Federal 14.801/2024 foi analisada como uma tentativa de reestruturação e atualização do modelo vigente, considerando críticas, gargalos e propostas de aprimoramento oriundas tanto do setor

público quanto do setor privado.

Além da análise normativa, foram coletados e examinados dados empíricos relacionados à emissão de Debêntures Incentivadas e de Infraestrutura, com ênfase no volume financeiro captado e setores econômicos beneficiados. Para isso, a pesquisa considerou como fonte três bases de dados: o site oficial do BNDES, a plataforma da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e os Boletins Informativos de Debêntures de Infraestrutura, elaborados em parceria pela Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Fazenda e a própria ANBIMA. Em relação aos Boletins, destaca-se que esses são produto do Acordo de Cooperação Técnica¹ celebrado em 13 de junho de 2022, entre SPE e ANBIMA, com o objetivo de aprimorar análises do mercado de Debêntures no Brasil, visando o compartilhamento mútuo de dados relativos a Debêntures Incentivadas e de Infraestrutura entre as entidades.

No caso do BNDES, foram extraídas informações sobre os desembolsos diretos e indiretos realizados pelo Banco. Buscou-se identificar eventuais correlações entre a atuação do banco como financiador tradicional e a evolução das emissões de Debêntures, tendo em vista que o BNDES é historicamente um dos principais agentes de fomento à infraestrutura no Brasil. Essa abordagem permitiu avaliar se a política de Debêntures Incentivadas tem servido como substituta parcial ao crédito do BNDES ou se opera de maneira complementar, alavancando recursos privados por meio de mecanismos de co-financiamento, por exemplo.

Já os dados obtidos por meio da ANBIMA incluíram uma série histórica detalhada das emissões de Debêntures de Infraestrutura, contendo informações como a quantidade de operações por ano, o volume total emitido e os setores econômicos contemplados (energia, transporte, saneamento, etc.). A ANBIMA também fornece relatórios analíticos com avaliações periódicas do mercado, os quais foram utilizados para contextualizar as tendências observadas e identificar possíveis fatores explicativos para oscilações no volume de emissões.

Por fim, os Boletins Informativos de Debêntures de Infraestrutura, produzidos conjuntamente pela Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda e pela ANBIMA, foram utilizados como fontes de dados complementares e atualizados, fornecendo informações qualitativas e quantitativas relevantes para a análise. Esses boletins são documentos técnicos que oferecem uma visão abrangente da evolução do mercado de Debêntures incentivadas, incluindo análises setoriais, dados de emissões aprovadas e executadas, bem como reflexões sobre os impactos das políticas públicas adotadas ao longo dos anos.

O recorte temporal adotado, de 2011 a 2025, justifica-se por abranger desde a promulgação da Lei nº 12.431/2011 — que instituiu formalmente o regime especial das Debêntures Incentivadas — até o ano de publicação da nova Lei Federal 14.801/2024, possibilitando assim uma análise longitudinal das políticas públicas voltadas ao financiamento de longo prazo em infraestrutura por meio do mercado de capitais. Tal período permite avaliar a consolidação dos instrumentos regulatórios, a resposta dos agentes privados, a capacidade de atração de capital nacional e estrangeiro e o grau de institucionalização da política ao longo de diferentes governos.

Embora a abordagem da pesquisa seja predominantemente qualitativa, a incorporação de dados quantitativos visa subsidiar interpretações mais robustas e embasadas empiricamente. A triangulação entre as fontes normativas e empíricas possibilitou a construção de uma visão abrangente do funcionamento do mercado de capitais, em relação às Debêntures Incentivadas e de Infraestrutura e de seus desdobramentos no financiamento da infraestrutura nacional.

3. Resultados e Discussão

¹ Disponível em: < https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/anbima-e-ministerio-da-economia-firmam-acordo-para-compartilhamento-de-dados-em-projetos-de-infraestrutura.htm>. Acesso em 01/05/2025.

A Lei Federal 12.431/2011, que instituiu as Debêntures Incentivadas, isenta de Imposto de Renda as pessoas físicas que investem em Debêntures de projetos tidos como prioritários e reduz a alíquota das pessoas jurídicas para 15%. As Debêntures podem ser emitidas por concessionárias, permissionárias, autorizatárias, arrendatárias ou Sociedades de Propósito Específico (SPEs) até o final de 2030. Essa Lei foi resultado da conversão, em Lei, da Medida Provisória 517, de 30 de Dezembro de 2010. Dentre os motivos² que justificaram a referida Medida Provisória, estava a necessidade de viabilizar a consolidação de um mercado privado de financiamento de longo prazo, reconhecendo a necessidade de maior participação da iniciativa privada como fonte complementar de financiamento de projetos de infraestrutura, destacando que o Governo e os bancos públicos, principalmente o BNDES, não poderiam continuar como promotores quase exclusivos de tais recursos. Com relação ao custo fiscal das medidas propostas, estudos da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda estimaram a renúncia de aproximadamente R\$ 972 milhões, nos dois primeiros anos após sua adoção, justificando que esse valor se apresentava muito pequeno frente à mudança estrutural que se aguardava com o eventual sucesso das medidas e a consequente alteração na estrutura de financiamento de longo prazo da economia.

Com a sanção da Lei Federal 14.801/2024, foram criadas as Debêntures de Infraestrutura, que não têm o objetivo de substituir as Debêntures Incentivadas e sim de complementá-las. De forma semelhante às debêntures regidas pela Lei Federal 12.431/2011, os novos títulos deverão ser emitidos por concessionárias, permissionárias e companhias autorizadas a explorar serviços públicos, e os recursos deverão ser aplicados em projetos de investimento ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação. A principal diferença entre os dois instrumentos é o público-alvo do incentivo fiscal: as novas Debêntures de Infraestrutura irão beneficiar as empresas emissoras em relação ao recolhimento de Imposto de Renda. Isso ocorrerá através da dedução dos juros pagos da apuração do lucro líquido, sendo também possível deduzir 30% dos juros das debêntures da determinação da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). Com a isenção, as empresas emissoras podem repassar parte do benefício para o investidor com emissões a taxas mais atrativas. Apresenta-se a seguir tabela elaborada pela ANBIMA (2024), comparando as regras entre as Debêntures Incentivadas (Lei Federal 14.801/2011) e de infraestrutura (Lei Federal 14.801/2024) sob esse aspecto.

Figura 1 - Relatório comparativo entre as Leis 14.801 e 12.431

² Disponível em: <https://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 01/05/2025.

DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA
PL 2646 | LEI 14.801 – aprovada em 9 de janeiro de 2024
COMPARATIVO ENTRE AS LEIS 14.801 E 12.431



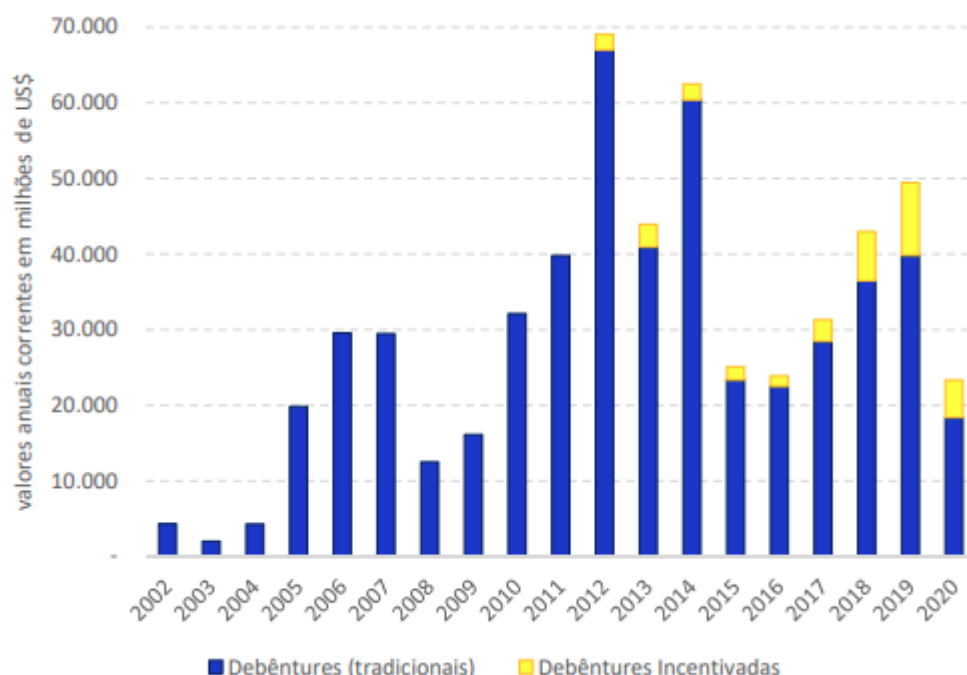
		LEI 14.801 DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA	LEI 12.431 DEBÊNTURES INCENTIVADAS
INVESTIDOR	PESSOA FÍSICA RESIDENTE	Tabela regressiva de IRRF de 22,5% a 15%	Isento
	INVESTIDOR NÃO RESIDENTE	15%	0%
	RESIDENTE OU DOMICILIADO EM PARAISO FISCAL E BENEFICIÁRIO EM REGIME FISCAL PRIVILEGIADO	25%	25% Pessoa vinculada: 30%
	INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	Rendimentos adicionados ao lucro real	15%
	FIP-PD&I, FI-IE, FIC-FIP, FIEE, FIDC e FIS DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS	10% no resgate, amortização ou alienação de cotas ou distribuição de rendimento;	Isento
EMISSION		1 - Benefício de dedução para efeito de lucro líquido, o valor correspondente a soma dos juros pagos ou incorridos, para cálculo do IRPJ e CSLL 2 - Excluir na apuração do lucro real e da base de CSLL, o valor de 30% da somados juros relativos às debêntures, pagos no exercício. Obs: os benefícios estão sujeitos as regras da Lei de Diretrizes orçamentárias (LDO)	N/A

Fonte: ANBIMA, 2024.

O Decreto Federal 11.964/2024, regulamentou os critérios e as condições para enquadramento e acompanhamento dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação. O Decreto delegou aos ministérios a decisão de estabelecer ou não procedimento específico de aprovação prévia para projetos de investimento. Assim, o Ministério dos Transportes publicou a Portaria 689/2024, disciplinando os requisitos e procedimentos para enquadramento e acompanhamento de projetos de investimento prioritários no setor de infraestrutura de transportes rodoviário e ferroviário para fins de emissão de Debêntures Incentivadas e de Debêntures de Infraestrutura.

Assim, em 2012 ocorreram as primeiras emissões de Debêntures Incentivadas, representando apenas 3,11% do total de emissões de Debêntures naquele ano. Não obstante, nos anos seguintes observou-se uma expansão relevante das emissões de Debêntures Incentivadas, chegando no ano de 2020 a marca de 21,52% do total de emissões de Debêntures, conforme demonstrado no gráfico a seguir.

Figura 2 - Emissão de debêntures tradicionais e incentivadas 2002-2020 (em US\$ milhões)

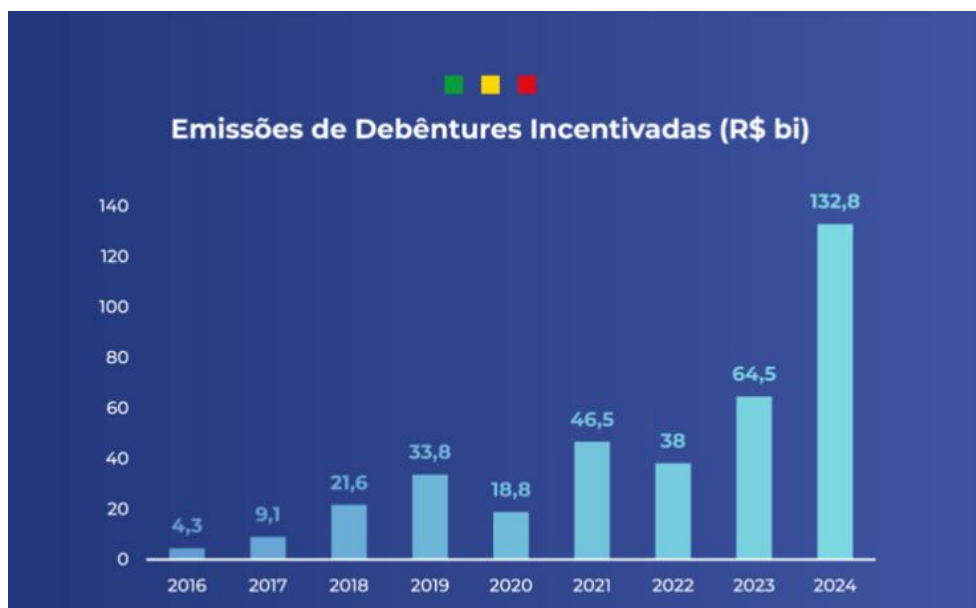


Fonte: SILVA, 2022. Elaborado a partir da base de dados de debêntures da ANBIMA.

Após o advento das Debêntures de Infraestrutura, em 2024, novos recordes foram observados. Só no primeiro semestre de 2024, já havia sido emitidos R\$ 9,9 bilhões³ em Debêntures Incentivadas e de Infraestrutura. Em julho de 2024, foi assinada a maior operação de Debêntures Incentivadas e de Infraestrutura do país, no valor de R\$ 10,75 bilhões, para obras nas rodovias Presidente Dutra e Rio-Santos. As Debêntures Incentivadas e de Infraestrutura fecharam o ano de 2024 com mais de R\$132 bilhões em novas emissões, batendo o recorde histórico, que era de R\$ 64,5 bilhões, alcançado em 2023⁴.

Figura 3 – Emissões de Debêntures Incentivadas (em R\$ bilhões)

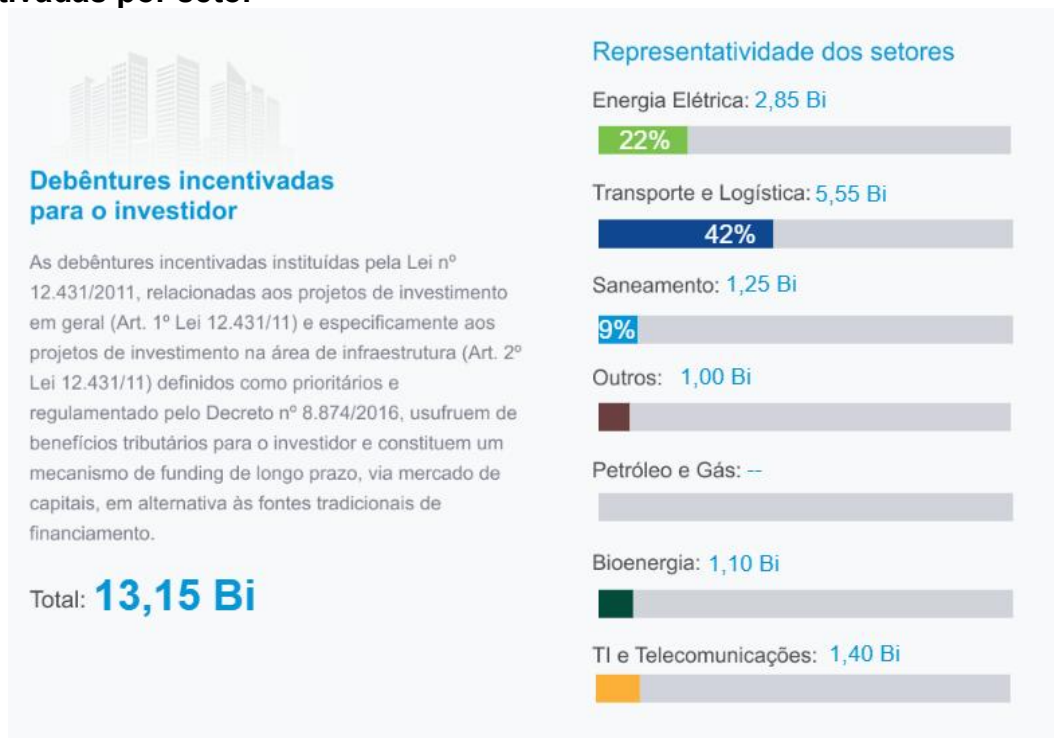
³ Disponível em: < [⁴ Disponível em: <](https://www.gov.br/transportes/pt-br/assuntos/noticias/2024/07/hoje-assinamos-a-maior-emissao-de-debentures-incentivadas-da-historia201d-destaca-renan-filho-em-anuncio-de-r-10-7-bi-em-obras-na-dutra-e-rio-santos#:~:text=oriundos%20de%20deb%C3%AAntures.-,%E2%80%9Choje%20assinamos%20a%20maior%20emiss%C3%A3o%20de%20deb%C3%AAntures%20incentivadas%20da%20hist%C3%B3ria,Em%202022%2C%20R%24820%20milh%C3%B5es> . Acesso em 01/05/2025.</p>
</div>
<div data-bbox=)



Fonte: BRASIL, Secretaria Especial do Programa de Parcerias de Investimentos da Casa Civil. Elaborado a partir da base de dados de debêntures da ANBIMA, 2025.

No que se refere ao financiamento de rodovias e ferrovias, de acordo com dados do Boletim de debêntures incentivadas e de infraestrutura (ANBIMA, 2025), o setor de Transporte e Logística liderou emissões de Debêntures Incentivadas no mês de janeiro de 2025, representando 42,2% do volume total emitido, equivalente a R\$ 5,6 bilhões.

Figura 4 - Boletim de debêntures incentivadas e de infraestrutura – Debêntures incentivadas por setor



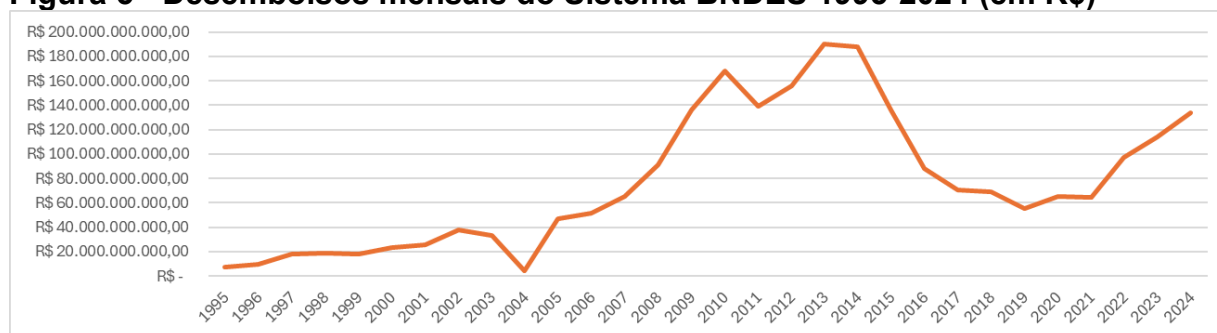
Fonte: Boletim de debêntures incentivadas e de infraestrutura (ANBIMA, 2025)

Não obstante ainda é incomum, no contexto brasileiro, um projeto de concessão rodoviária ser financiado no longo prazo por títulos do mercado de capitais, tendo como lastro única e

exclusivamente, receitas provenientes do próprio projeto (CHANSKY; BELGAMO e GIANNINI, 2021). Os autores apontam que, a mudança desse cenário depende, dentre outros fatores, da estruturação de projetos de infraestrutura mais sólidos e robustos, com premissas confiáveis, que permitam que a emissão de debêntures sejam lastreados única e exclusivamente no fluxo de recebíveis futuros do projeto e nas ações do emissor. A esse arranjo de financiamento, dá-se o nome de *Project Finance*. Dentro do *Project Finance*, existem três diferentes formas de financiamento do projeto: financiamento com recursos próprios dos acionistas, financiamento com recursos de terceiros e financiamento com recursos híbridos (BENOIT *apud* RIBEIRO, 2014).

No que se refere ao financiamento público, conforme já discutido, esse se dá, principalmente, por meio de bancos públicos, sobretudo, pelo BNDES. Assim, para fins de comparação dos níveis de financiamento público e privado, toma-se os volumes desembolsados pelo banco como parâmetro. Tem-se que no primeiro trimestre de 2025, os desembolsos do BNDES somaram pouco mais de R\$ 25 bilhões (BNDES, 2025). Conforme gráfico apresentado a seguir, é possível visualizar uma nova tendência de expansão dos valores desembolsados nos últimos anos, chegando próximo ao patamar de R\$ 140 bilhões desembolsados ao final do ano de 2024, o que representou crescimento de 17% em relação ao volume total desembolsado em 2023 e 37% em relação a 2022. Tal fato pode ser tido como evidência de que o BNDES não compete, ao contrário, incentiva o desenvolvimento do mercado de capitais, uma vez que ambos apresentaram tendência de expansão no mesmo período. A queda no volume total de desembolsos em 2017 pode ser justificada pela criação da Taxa de Longo Prazo (TLP) em lugar da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), pela Lei Federal 13.483 (BRASIL, 2017). Essa alteração afetou a taxa de juros dos financiamentos do BNDES, em função da diminuição dos subsídios do governo (SILVA e KAYO, 2022). Além disso, no mesmo período, observou-se a queda da taxa SELIC, incentivando a diversificação do portfólio de investidores no mercado financeiro (CHANSKY; BELGAMO e GIANNINI, 2021).

Figura 5 - Desembolsos mensais do Sistema BNDES 1995-2024 (em R\$)



Elaboração própria.

Fonte: BNDES, 2025.

Conclui-se que os recentes avanços no arcabouço legislativo e regulatório brasileiro têm favorecido a criação de condições mais atrativas para o engajamento do setor privado no financiamento da infraestrutura nacional, especialmente no segmento de transportes. Os resultados preliminares indicam um cenário promissor de redução da dependência do investimento público direto, com o mercado de capitais assumindo papel cada vez mais relevante nesse processo. Para consolidar essa transição e aprimorar a governança dos investimentos públicos e privados, é fundamental aprofundar o entendimento sobre o funcionamento dos distintos instrumentos financeiros, os volumes mobilizados, os setores priorizados e os efeitos esperados. Tal compreensão permitirá o desenvolvimento de políticas mais eficazes e ajustadas às particularidades de cada mecanismo de financiamento.

Não obstante, há evidências que sugerem que não há substituição do papel do BNDES pelo mercado de capitais, pelo contrário, que um sistema financeiro equilibrado e apto à apoiar o desenvolvimento econômico do país deveria contar com a coexistência entre o BNDES e um mercado de capitais dinâmico (BARBOZA *et. al*, 2025). Os autores concluem que cinco principais características distinguem os papéis desempenhados pelo BNDES e pelo mercado de capitais doméstico no sistema financeiro brasileiro, citadas a seguir. Em primeiro lugar, enquanto as empresas que passaram a acessar o mercado de capitais doméstico são majoritariamente grandes empresas, no BNDES tomam recursos, majoritariamente, micro, pequenas e médias empresas. Além disso, recursos captados junto ao BNDES geralmente se destinam ao investimento produtivo, enquanto aqueles captados no mercado de capitais servem a usos mais diversos, como para capital de giro e para reestruturação e alongamento de passivos. Os autores também apontam que o BNDES pratica operações com prazos mais longos do que a média do mercado. Além disso, os mercados de capitais operam alinhados à dinâmica de mercado, ao passo que o BNDES, por essência, tem a possibilidade de atuar de modo contrário, o que é fundamental em contextos de crise e retração. Por fim, os autores apontam para a ausência de mecanismos de monitoramento e avaliação para os incentivos no mercado de capitais, ao contrário dos mecanismos de transparência, monitoramento e avaliação já bem nas operações do BNDES (BARBOZA *et. al*, 2025).

Ademais, observa-se que o BNDES ainda desempenha papel relevante no mercado de capitais doméstico, de diferentes formas. Em 2015, o Banco lançou linha de suporte e liquidez para incrementar emissões de Debêntures de Infraestrutura, na hipótese de indisponibilidade temporária de liquidez dos emissores de Debêntures para o pagamento de obrigações de Debêntures emitidas. De acordo com informações da instituição⁵, por meio dessa linha pode ser financiado até 20% do valor total da emissão de Debênture de projeto de infraestrutura que contemple os setores de logística e transporte, mobilidade urbana, energia e saneamento básico e que tenha sido apoiado pelo BNDES por meio de financiamento direto ou misto no âmbito dos Produtos BNDES Finem ou BNDES Project *Finance*, para pagamento de juros ou principal aos debenturistas.

Além disso, o BNDES também atua como Coordenador de Ofertas de Debêntures. Em agosto de 2023⁶, o Banco foi reconhecido no concurso internacional IJ Global como o melhor Coordenador de Ofertas de Debêntures do ano de 2023 (“*Bond Arranger of the Year*”) na América Latina superando a atuação de bancos comerciais brasileiros e do exterior:

O reconhecimento do BNDES foi obtido pela sua atuação em 2023 como coordenador em uma série de ofertas de debêntures de infraestrutura com complexidades que incluíram o uso de operações de financiamento apenas com garantias de projeto (“*non recourse*”), a emissão de títulos de longo prazo, certificação sustentável e a combinação de estruturas de financiamento diferenciadas. Isso num cenário desafiador no mercado de capitais de dívidas. Os projetos apoiados pelo banco em 2023 incluíram saneamento no Rio de Janeiro e no Amapá, rodovias, expansão de uma nova rede de aeroportos nas regiões Sul e Central do Brasil, além de melhorias na rede ferroviária do país (BNDES, 2024, p.1).

O BNDES também apoia as Debêntures Incentivadas e de Infraestrutura oferecendo

⁵ Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/titulos-de-divida-corporativa/linha-de-suporte-a-liquidez>>. Acesso em 01/05/2025.

⁶ Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/bndes-ganha-premio-internacional-por-coordenacao-em-ofertas-de-debentures>>. Acesso em 01/05/2025.

garantias firmes, ou *Underwriting*, que corresponde a um contrato de subscrição de ações por uma instituição financeira, de modo a viabilizar o lançamento dos papéis de uma empresa no mercado primário. No financiamento do projeto de Concessão Rodoviária de trecho do Triângulo Mineiro, em Minas Gerais, por exemplo, o BNDES apoiou oferta de emissão de R\$ 1,3 bilhão de debêntures incentivadas⁷, pela Lei Federal 12.431/2011, complementando, com garantia firme de R\$ 187 milhões, demanda de mercado em oferta pública coordenada em conjunto com Bradesco BBI e Santander.

4. Considerações Finais

A partir da presente pesquisa, conclui-se que a criação das Debêntures de Infraestrutura, por meio da Lei Federal 14.801/2024, causou um impacto positivo no financiamento de projetos e na consolidação do mercado de capitais doméstico. Apesar de ainda recente, as operações até então realizadas envolvem valores muito relevantes e foram apontadas como fundamentais para a viabilização de diversos projetos no setor. Nesse sentido, a medida cumpre o objetivo de contribuir para o desenvolvimento da infraestrutura de transporte no país, criando mais uma forma de financiamento e proporcionando maior participação do capital privado.

Não obstante, conclui-se que essa medida deve ser tratada como complementar ao financiamento público e não alternativa a ele. Isso porque as próprias naturezas dos financiamentos são distintas, quanto ao público atendido, destinação dos recursos, horizonte de prazo das operações, alinhamento à dinâmica de mercado e quanto aos mecanismos de monitoramento e avaliação das operações (BARBOZA *et. al*, 2025). Além disso, se tomarmos como referência o BNDES, instituição que desempenha papel importante no desenvolvimento da infraestrutura desde a sua criação, a atuação deste para a viabilização dos investimentos em infraestrutura no país continua sendo fundamental. Em relação às Debêntures Incentivadas e de Infraestrutura, o Banco atua também como coordenador de ofertas, garantidor e ainda com uma linha exclusiva de financiamento para suporte e liquidez para que os emissores de debêntures incentivadas e de infraestrutura façam pagamento de juros ou principal aos debenturistas. Esse fato foi comprovado ao verificarmos que os desembolsos do Banco continuam crescendo nos últimos anos.

Como desafios, destaca-se a necessidade de estruturar projetos de infraestrutura como *Project Finance* puros, cujos próprios fluxos de receita sejam tidos como garantias suficientes para o financiamento de que se prescinde. Em relação às Debêntures Incentivadas e de Infraestrutura, faz-se necessário ao governo estabelecer mecanismos de monitoramento e avaliação, para dar transparência aos incentivos concedidos, bem como divulgar estudos que demonstrem qual o impacto fiscal dessas operações no orçamento público.

Referências

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Debêntures de Infraestrutura**, 2024. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/18/C3/F5/7A/FFFED8102F65FCD8B82BA2A8/Debentures%20de%20infraestrutura%20_%20lei%2014.801.pdf>. Acesso em 01/05/2025.

⁷ Disponível em: <

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Boletim e debêntures incentivadas e de infraestrutura**. Anbima, 2025. Disponível em: <<https://data.anbima.com.br/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas-e-de-infraestrutura/setor-de-transporte-e-logistica-lidera-emissoes-de-debentures-incentivadas-em-2025>>. Acesso em 01/05/2025.

BALTAR, Erika da Silva. **Inserção das debêntures incentivadas no processo de financiamento do setor elétrico brasileiro**: seus desafios e impactos. 52 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2021. Disponível em: <<https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/20505/1/ESBaltar.pdf>>. Acesso em 01/05/2025.

BARBOZA, Ricardo et. al, 2025. O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 45, nº 2, pp. 320-340, abril-junho/2025. Disponível em: <<https://centrodeeconomiapolitica.org/repos/index.php/journal/article/download/2507/2436>>. Acesso em 01/07/2025.

BNDES - BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Desembolsos mensais do Sistema BNDES**, BNDES, 2025. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/c447152b-f540-4b54-a30e-e6d96d375637/DESEMBOLSOS+DO+SISTEMA+BNDES.xlsx?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_7QGCHA41LORVA0AHO1SIO51085-c447152b-f540-4b54-a30e-e6d96d375637-prleuw0>. Acesso em 01/07/2025.

BNDES - BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **BNDES ganha prêmio internacional por coordenação em ofertas de debêntures**, BNDES, 2024. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/bndes-ganha-premio-internacional-por-coordenacao-em-ofertas-de-debentures>>. Acesso em 01/07/2025.

BRAGA, Kesia. As debêntures incentivadas na conjuntura do financiamento de longo prazo de infraestrutura no Brasil. **ABDE-BID**, pp. 77-97, 2016.

BRASIL. Lei Federal 13.438, de 21 de setembro de 2017. Institui a Taxa de Longo Prazo (TLP). Diário Oficial Da União, CLIV(183), 3–4. Disponível em: <<https://pesquisa.in.gov.br/imprensa/jsp/visualiza/index.jsp?data=22/09/2017&jornal=1&pagina=3&totalArquivos=120>>. Acesso em 01/05/2025.

CHANSKY, Isadora ; BELGAMO, Pupin, João Kenji ; GIANNINI, Pedro. **Financiamento da infraestrutura pelo mercado de capitais brasileiro: relato do caso Entrevias**: pure project finance e debêntures. Monografia - Banco Interamericano de Desenvolvimento - BID, Brasil, 2021. Disponível em: <<https://publications.iadb.org/publications/portuguese/document/Financiamento-da-Infraestrutura-pelo-mercado-de-capitais-brasileiro-relato-do-caso-Entrevias-pure-project-finance-e-debentures.pdf>>. Acesso em 01/05/2025.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DO TRANSPORTE – CNT. **Pesquisa CNT de Rodovias 2024**. Disponível em: <<https://cnt.org.br/documento/cbf59b9e-fd1a-41fc-b230-172c4dc42100>>. Acesso em: 01/05/2025.

FRISCHTAK, Cláudio R. et al. Uma Análise do financiamento em infraestrutura e o projeto de lei das debêntures. In: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Concessões e parcerias público-privadas**: políticas públicas para provisão de infraestrutura. Brasília, 2022, cap.4, pp.119-156. Disponível em: <<https://repositorio.ipea.gov.br/server/api/core/bitstreams/674ff6f6-1e64-4de3-84e0-5c879ad3e705/content>>. Acesso em: 01/05/2025.

MONTEIRO, Solange. Coordenar incentivos. **Revista Conjuntura Econômica**, v. 75, n. 09, pp. 38-41, 2021. Disponível em: <<https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2021-10/conjuntura-economica-2021-09-baixa.pdf>>. Acesso em: 01/05/2025.

PEREIRA, Thiago Rabelo; MITERHOF, Marcelo Trindade. Uma nota sobre a eficiência fiscal das debêntures incentivadas em infraestrutura no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 75, n. 2, p. 245-265, 2021.

RIBEIRO, Danielle Carvalho. **O sistema financeiro brasileiro e o financiamento de parcerias público-privadas**: o papel do BNDES. Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Curso de Bacharelado em Administração Pública da Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho, da Fundação João Pinheiro. Belo Horizonte, 2014.

SANTOS, Jefferson Vasconcelos; ARAUJO, Fernanda Guedes. Infraestrutura de Transporte Sustentável: ferrovias como elemento de mitigação climática. **Revista Políticas Públicas & Cidades**, v. 14, n. 1, pp. 01-16, 2025. Disponível em: <<https://journalppc.com/RPPC/article/view/1513>>. Acesso em: 01/05/2025.

SILVA, Walter Eclache da. **Decisões de investimento e financiamento em infraestrutura**: o papel do BNDES e das debêntures. 2022. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-16092022-151518/>>. Acesso em: 01/05/2025.

SILVA, Walter Eclache da; KAYO, Eduardo Kazuo. Financiamento público ou privado? O papel do BNDES e das debêntures no financiamento da infraestrutura no Brasil. **Anais do XLVI Encontro da ANPAD**, 2022.

SILVA FILHO, Edison Benedito da. Financiamento da Infraestrutura no Brasil: Limites dos Mecanismos Convencionais e Alternativas a partir do Investimento Estrangeiro e do Mercado de Capitais. In L. Monasterio, M. Neri, & S. Soares, **Brasil em Desenvolvimento**: Estado, Planejamento e Políticas Públicas, v.1, pp. 169-196). Brasília: IPEA, 2014.

UIC - INTERNATIONAL UNION OF RAILWAYS. **Bridging the Rail Finance Gap** - Challenges and opportunities for low- and lower middle-income countries. White paper, 2023. Disponível em: <https://uic.org/events/IMG/pdf/cop28_rail_lmics_a4_32pp_a-w_6_web_29112023.pdf>. Acesso em: 01/05/2025.

WAJNBERG, Daniel. Cinco anos de debêntures de infraestrutura: uma avaliação de efetividade do instrumento. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 44, pp. 123-173, dez. 2015. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/7084/1/RB%2044%20Cinco%20anos%20de%20deb%C3%AAntures%20de%20infraestrutura_P.pdf>. Acesso em: 01/05/2025.

WAJNBERG, Daniel. Debêntures de infraestrutura: emissões realizadas e perspectivas. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 41, pp. 331-378, jun. 2014. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev4108.pdf>. Acesso em: 01/05/2025.