



Alesi Teixeira Mendes

Engenheiro do FGV IBRE,
pesquisador do Ipea

De coadjuvantes a protagonistas: a ascensão das debêntures no financiamento da infraestrutura

O investimento em infraestrutura é essencial para o crescimento econômico e o desenvolvimento social. Especificamente para a América Latina e o Caribe, o investimento necessário anualmente em saneamento, energia, transportes e telecomunicações é de aproximadamente US\$ 2,2 trilhões.¹ Este aporte é mandatório para alcançar as metas de sustentabilidade, como as estabelecidas pelos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável e pelo Acordo de Paris.

No entanto, o cenário brasileiro tem sido marcado pela estagnação e, em alguns casos, pela redução dos investimentos públicos em infraestrutura ao longo das últimas décadas.² Este quadro é fruto de uma combinação de fatores, incluindo o enfraquecimento da capacidade fiscal do Estado e do estabelecimento de políticas neoliberais.

Assim, impulsionado pelo impetuoso de aquecimento econômico,

do alcance das metas globais de sustentabilidade e da necessidade de resiliência urbana frente às mudanças climáticas, o Brasil tem fomentado pelo menos dois movimentos. O primeiro é o avanço das concessões e privatizações de serviços públicos. O segundo, foco deste artigo, é a ampliação das modalidades de financiamento, principalmente via ativos alternativos aos modelos tradicionais de dívida.

Como consequência da entrada de novos atores, pelas concessões e privatizações, e das obrigações contratuais de expansão da infraestrutura, as modalidades de captação de recursos se diversificaram. Entre os mecanismos de maior destaque está a emissão de debêntures, que são títulos de dívida expedidos por empresas com a finalidade de captar recursos no mercado de capitais.³ Em outras palavras, são empréstimos contraídos para o custeio de projetos, em geral de médio ou longo prazo, como uma alternati-

va às fontes tradicionais de financiamento, como os bancos comerciais e o crédito público.

Embora esse mecanismo de dívida não seja necessariamente uma novidade no Brasil, com a introdução das debêntures incentivadas (Lei nº 12.431/11), observa-se uma mudança de patamar na emissão desses títulos. Após um período de maturidade lenta, o instrumento atingiu um ponto de inflexão. O que antes era uma alternativa complementar, hoje se consolida como a principal força de captação de recursos privados no mercado de capitais. O crescimento da quantidade de emissões é exponencial, atingindo uma taxa composta de crescimento anual de 104% entre 2012 e 2024 (ver gráfico 1).

Na primeira fase (2012-2021), manteve-se um patamar de baixa quantidade de emissões. Essa lentidão na absorção pelo mercado pode

Historicamente, o BNDES atuou como principal financiador da infraestrutura no Brasil, com desembolsos que atingiram picos anuais superiores a R\$ 120 bilhões, em valores deflacionados

ser atribuída a fatores como a concorrência do crédito subsidiado do BNDES e a pouca familiaridade do investidor com os títulos.

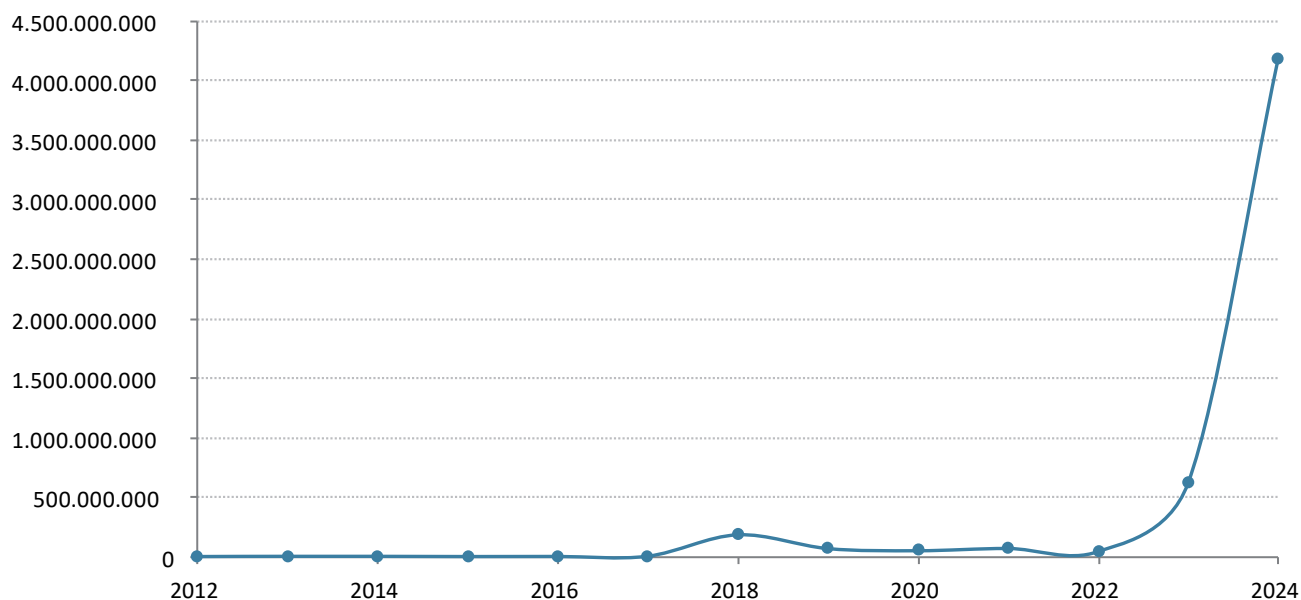
Contudo, a partir de 2022, evidenciou-se um salto exponencial nas emissões, culminando em cerca de 4,25

bilhões de títulos emitidos. Essa forte aceleração reflete um alinhamento favorável de fatores macroeconômicos e regulatórios.

As debêntures incentivadas diferenciam-se das convencionais por oferecerem um atrativo fiscal: alíquotas de Imposto de Renda reduzidas, e benefícios fiscais específicos para diferentes perfis de investidores. Essa vantagem tributária permite que a empresa emissora alcance uma taxa de juros mais competitiva do que em uma emissão comum, transferindo, pelo menos em parte, o benefício fiscal para a viabilidade econômica do projeto.⁴

Dessa forma, promove-se a diversificação das fontes de financiamento, aliviando a sobrecarga sobre o crédito público. Paralelamente, a consolidação de marcos regulatórios, como o Novo Marco do Saneamento (Lei nº 14.026/20), ampliou a carteira de

Gráfico 1: Quantidade de debêntures incentivadas emitidas



Fonte: Dados obtidos da Anbima e do Sistema Nacional de Debêntures. Elaboração do autor.

projetos elegíveis, impulsionando a demanda por emissões.

O impacto dessa transformação se torna plenamente visível ao se comparar o volume de recursos captados por meio das debêntures com a principal fonte de financiamento

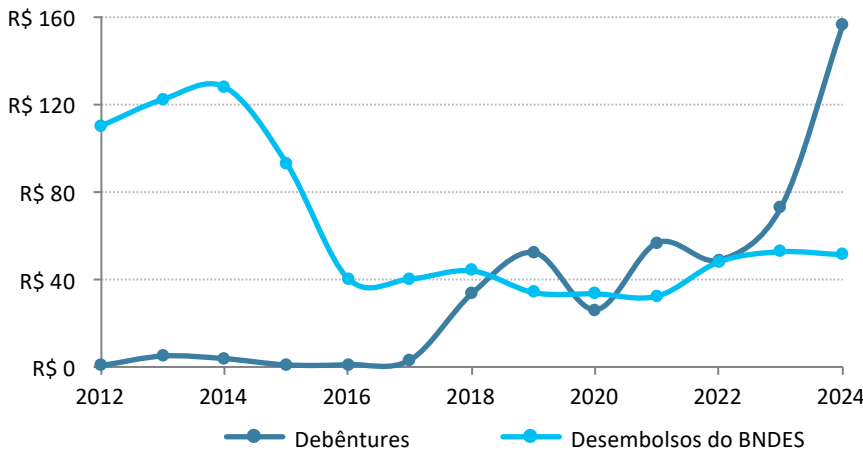
de longo prazo do país: os desembolsos do BNDES para infraestrutura (ver gráfico 2).

Historicamente, o BNDES atuou como principal financiador da infraestrutura no Brasil, com desembolsos que atingiram picos anuais supe-

riores a R\$ 120 bilhões, em valores deflacionados. Em contraste, entre 2012 e 2017, o volume captado via debêntures raramente ultrapassava R\$ 10 bilhões. A partir de 2018, os desembolsos do BNDES se estabilizam em um patamar significativamente menor, próximo a R\$ 50 bilhões. Simultaneamente, inicia-se a transformação mais significativa no financiamento de infraestrutura da última década: a inversão de papéis entre o crédito público e o mercado de capitais. O volume das debêntures começa uma trajetória ascendente e, a partir de 2023, ultrapassa o montante desembolsado pelo banco.

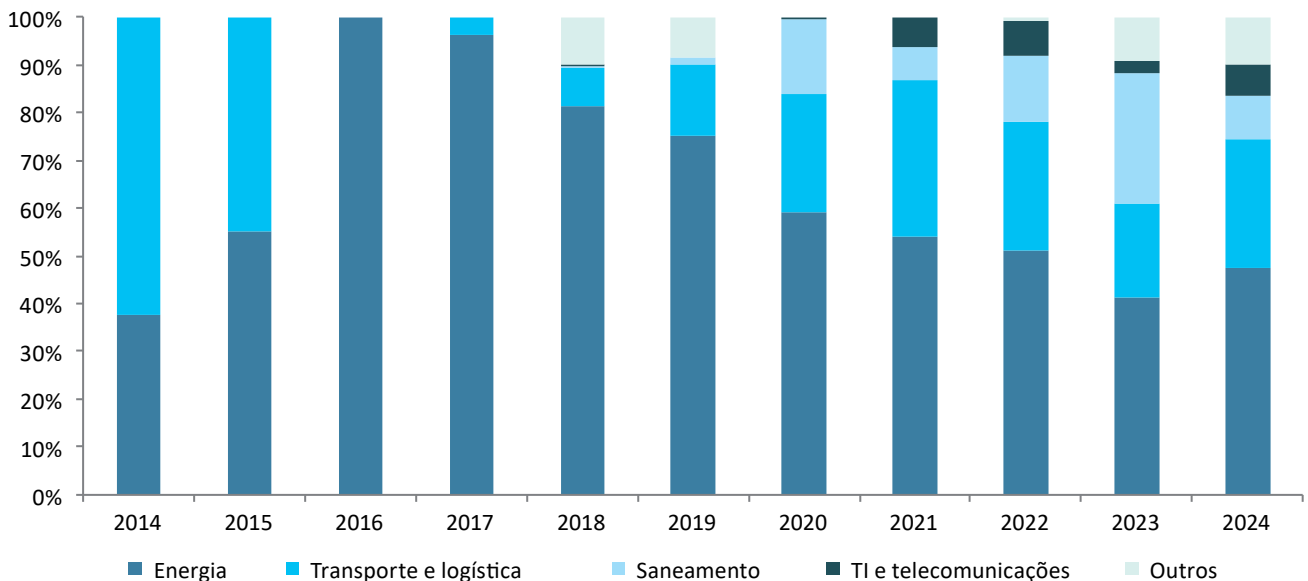
Em 2024, o protagonismo se consolidou. O volume captado via debêntures, cerca de R\$ 157 bilhões, atingiu um nível aproximadamente três vezes superior ao desembolso do BNDES. As debêntures, sobretudo

Gráfico 2: Montante de recursos de debêntures e total de desembolsos do BNDES em infraestrutura (em R\$ bilhões)



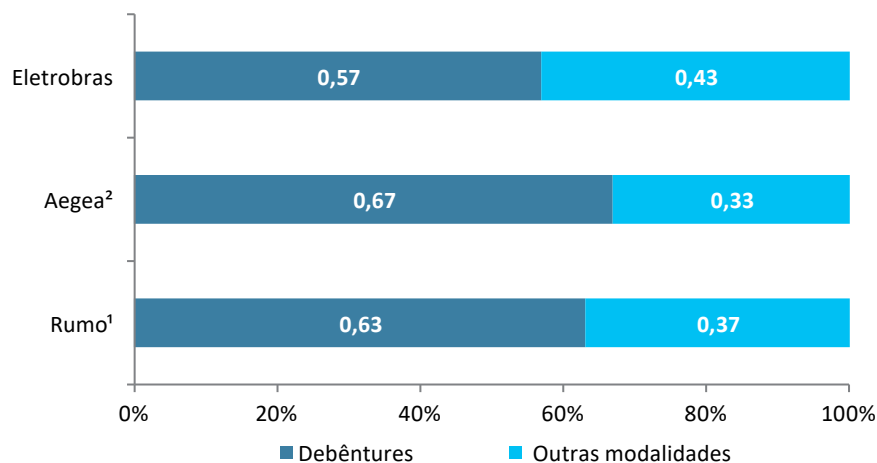
Fonte: Dados obtidos da Anbima e do BNDES. Nota: Valores corrigidos pelo IPCA para setembro de 2025. Elaboração do autor.

Gráfico 3: Distribuição setorial do montante de recursos de debêntures



Fonte: Dados obtidos da Anbima e do Sistema Nacional de Debêntures. Elaboração do autor.

Gráfico 4: Composição da dívida de empresas dos setores de energia, saneamento básico e transportes



Fonte: Dados obtidos nos Relatórios de Resultados das empresas. Notas: ¹ Endividamento bancário. ² Valor total captado. Elaboração do autor.

as incentivadas, assumiram o papel central, dando mostras de que o incentivo fiscal alcançou seu objetivo de mobilizar o capital privado de longo prazo.⁴

Cabe ainda considerar para onde esse capital de longo prazo tem fluído ao longo da série de dados (gráfico 3). O setor de energia elétrica lidera como principal destinatário dos recursos. Essa predominância é atribuída, principalmente, à maturidade e à estabilidade de seu arcabouço regulatório, fator que reduz o risco percebido e atrai investidores de longo prazo.²

Entretanto, a série temporal aponta para a diversificação recente na alocação de capital. Enquanto o setor de transporte e logística mantém uma participação relevante, o destaque da última fase (pós-2021) é a ascensão do saneamento básico. Praticamente inexistente nas emissões até 2018, o setor ganhou espaço de forma acelerada, o que confirma o efeito da re-

forma legal estabelecida pelo Novo Marco do Saneamento.

Essa rápida absorção de capital via debêntures incentivadas atesta a capacidade do instrumento em responder às novas demandas regulatórias.² Tal movimento permite que concessionárias e empresas captem recursos para alavancar os investimentos necessários ao cumprimento das ambiciosas metas de universalização estabelecidas.

Para melhor ilustrar o impacto estratégico das debêntures, propôs-se um exercício amostral e exploratório: a análise da participação das debêntures na estrutura de dívida de empresas líderes em diferentes setores de infraestrutura (ver gráfico 4). Foram consideradas as composições de dívida da Eletrobras (energia), Aegee (saneamento básico) e Rumo (transportes e logística).

A predominância das debêntures também se reflete na estrutura de capital das empresas analisadas, com uma participação que varia entre

57% e 67% da dívida total. Embora a análise de fenômenos em desenvolvimento exija parcimônia, o que se configura é um “novo normal”: um cenário em que grandes companhias estruturam suas dívidas com prazos longos, transferindo o risco da esfera pública para o mercado de capitais.

Em suma, as debêntures incentivadas não são apenas um instrumento de dívida; são a espinha dorsal de um novo modelo de financiamento de infraestrutura no Brasil. Sua manutenção e aperfeiçoamento são cruciais para que o país consiga superar as lacunas de investimento que ainda persistem e garantir a competitividade econômica nas próximas décadas.

REFERÊNCIAS

1. Brichetti, J. P.; Mastronardi, L.; Rivas, M. E.; Serebrisky, T.; Solís, B. *The infrastructure gap in Latin America and the Caribbean: Investment needed through 2030 to meet the sustainable development goals*. Inter-American Development Bank, 2021.
2. Santos, G. R.; Mendes, A. T. *Financiamento do saneamento básico no Brasil: a opção debêntures incentivadas*. Ipea, 2024.
3. Santos, D. J. S. Debêntures: Um instrumento moderno de captação de recursos. *Revista do BNDES*, v. 2, n. 3, p. 239-251, 1995.
4. Pereira, T. R.; Miterhof, M. T. Uma nota sobre a eficiência fiscal das debêntures incentivadas em infraestrutura no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, n. 75, p. 245-265, 2022.