



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas
Departamento de Economia
Programa de Pós-Graduação em Economia – PPGECO-MESTPRO

FELIPE FERRAZ DAMASCENO LEITÃO

Uma análise da Lei 12.431, de 2011 das debêntures de infraestrutura e o seu impacto no financiamento em infraestrutura no Brasil

Brasília/DF

2023

FELIPE FERRAZ DAMASCENO LEITÃO

Uma análise da Lei 12.431, de 2011 das debêntures de infraestrutura e o seu impacto no financiamento em infraestrutura no Brasil

Dissertação submetida ao Programa de Pós-graduação em Economia da Universidade de Brasília, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme de Lara Resende

Coorientador: Prof. Dr. Julio Cesar Costa Pinto

Brasília/DF

2023

Ficha catalográfica elaborada automaticamente,
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

FL533a FERRAZ DAMASCENO LEITÃO, FELIPE
Uma análise da Lei 12.431/2011 das debêntures de
infraestrutura e o seu impacto financiamento em
infraestrutura no Brasil / FELIPE FERRAZ DAMASCENO LEITÃO;
orientador José Guilherme Resende; co-orientador Julio
Pinto. -- Brasília, 2023.
90 p.

Dissertação(Mestrado em Economia) -- Universidade de
Brasília, 2023.

1. Lei no 12.431, de 2011. 2. Debêntures de
Infraestrutura. 3. Investimento. 4. Infraestrutura. I.
Resende, José Guilherme, orient. II. Pinto, Julio, co
orient. III. Título.

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva Unternbäumen
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Lúcio Remuzat Rennó Junior
Decano de Pós-graduação

Professor Doutor José Márcio Carvalho
**Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas**

Professor Doutor Roberto Ellery de Góes Júnior
Chefe do Departamento de Economia

Professora Doutora Ana Carolina Pereira Zoghbi
Coordenadora do Programa de Pós-graduação em Economia da UnB

FELIPE FERRAZ DAMASCENO LEITÃO

Uma análise da Lei 12.431, de 2011 das debêntures de infraestrutura e o seu impacto no financiamento em infraestrutura no Brasil

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade de Brasília (PPGECO-UnB) como requisito à obtenção do título de Mestre em Economia.

Comissão Examinadora:

Prof. Dr. JOSÉ GUILHERME DE LARA RESENDE
PPGECO/UnB (Orientador)

Prof. Dr. JULIO CESAR COSTA PINTO
Banco Central do Brasil – BCB (Coorientador)

Profa. Dra. ANA CAROLINA PEREIRA ZOGHBI
PPGECO/Unb (Membro Interno)

Prof. Dr. WILLIAM BAGHDASSARIAN
Câmara dos Deputados (Membro Externo)

BRASÍLIA/DF
2023

Aos amores da minha vida Lea, Artur e Clarice.

AGRADECIMENTOS

A Deus por estar sempre comigo, me guiando e iluminando cada passo.

À minha esposa Lea e meus filhos Artur e Clarice por todo amor e compreensão durante todo o período do curso, pois estão sempre presentes na minha vida e me estimularam a prosseguir. Aos meus avós Luiza e Raimundo e meus pais Ana Dulce e Elicio pela educação.

À Dona Ray que me acolheu com muito carinho, e aos meus amigos Délio e Lili com quem eu pude simplesmente compartilhar minhas angústias.

Ao meu Orientador, Prof. Dr. Julio Cesar Costa Pinto, suas valiosas contribuições foram essenciais para enriquecer significativamente este trabalho. Agradeço sinceramente por sua parceria e apoio ao longo dessa jornada. Seu envolvimento e interesse fizeram toda a diferença, e estou muito grato pela oportunidade de trabalhar ao seu lado.

À Comissão de Avaliação Profa. Dra. Ana Carolina Pereira Zoghbi, Prof. Dr. José Guilherme de Lara Resende e Prof. Dr. William Baghdassarian pela disponibilidade em participar e contribuir no direcionamento da pesquisa.

A todos os meus colegas de turma pela parceria ao longo dessa jornada, ao xará Filipe Ricardo e Cláudio Luis pelo companheirismo.

Aos meus colegas de trabalho e ao Dr. José Ricardo Pereira Júnior por todo seu empenho e dedicação na tarefa de tornar melhor o ambiente institucional.

Ao Sensei André Mariano dos Santos por ensinar a todos os seus alunos os pilares da arte do caminho suave: 1 - Jita Kyoei, prosperidade e benefícios mútuos, a importância da solidariedade humana para o melhor bem individual e universal; 2 - Seiryoku Zen'Yo, máxima eficiência com o mínimo de esforço do corpo e o espírito; e, 3 – Ju, princípio da suavidade.

Aos docentes do Programa de Pós-graduação pela dedicação e amor à pesquisa.

Aos técnicos administrativos do Programa por todo empenho.

À Advocacia-Geral da União, ao Ministério da Justiça e Segurança Pública, e à Universidade de Brasília.

A todos vocês... muito obrigado!!!

RESUMO

O financiamento ao investimento em infraestrutura no Brasil, historicamente realizado quase exclusivamente via recursos públicos, tem enfrentado desafios diante das restrições fiscais que o país vem enfrentando. Essa situação suscitou discussões, a partir de 2009-2010, entre o governo federal e a sociedade civil, com o objetivo de incentivar o financiamento privado de longo prazo nesse setor. Essas discussões culminaram na publicação da Medida Provisória nº 517, de 30 de dezembro de 2010, posteriormente convertida na Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, que introduziu a chamada debênture de infraestrutura como um novo instrumento financeiro. A motivação para a criação desse novo tipo de debênture teve como base a expectativa de vultosos investimentos nos anos seguintes e a necessidade de reduzir a dependência do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) como financiador quase exclusivo dos investimentos em infraestrutura no país. A Lei nº 12.431, de 2011, assim, teve o propósito de incentivar os investimentos privados em infraestrutura. Para alcançar esse objetivo, a lei ofereceu desonerações tributárias aos investidores que adquirissem esses títulos de crédito, desde que os recursos fossem destinados exclusivamente a projetos de infraestrutura relacionados aos setores de energia, transporte, água, saneamento básico, irrigação e outras áreas estratégicas estabelecidas pelo Executivo Federal. Essa medida teve como intuito atrair recursos para áreas-chave de desenvolvimento do país e fortalecer o financiamento de projetos de infraestrutura essenciais para o crescimento econômico e bem-estar da sociedade. Desde 2012, quando as debêntures de infraestrutura começaram a ser emitidas, houve alguns ajustes na legislação, tanto legal quanto infralegal, sempre buscando reduzir burocracias ou esclarecer questões que geravam dúvidas no mercado. Como resultado dessas alterações, o volume de emissões de debêntures de infraestrutura tem aumentado de maneira expressiva ano após ano, chegando a mais de R\$47 bilhões em 2021. O objetivo desse trabalho é explorar como essa legislação desempenhou papel fundamental na promoção do investimento privado em infraestrutura no Brasil realizando uma análise descritiva da Lei nº 12.431, de 2011, e suas regulamentações infralegais. Nesse entendimento, é essencial reconhecer a relevância da ampliação das alternativas de financiamento no âmbito da infraestrutura brasileira. Isso se deve ao fato de que se apresentam oportunidades evidentes para incrementar a participação de investidores privados, especialmente mediante a utilização de instrumentos disponíveis no mercado de capitais. Essa abordagem se revela mais adequada para empreendimentos de longo prazo, consolidando assim um cenário propício para o desenvolvimento sustentável do setor. A expansão das emissões das debêntures de

infraestrutura a partir de 2017 se deve a vários fatores, como a introdução da Taxa de Longo Prazo (TLP), a diminuição do envolvimento do setor público nos investimentos em infraestrutura e a simplificação do processo de emissão desses títulos através do Decreto 8.874/2016. Além disso, a diversificação das opções de debêntures atraiu mais investidores, aumentando o interesse por esse instrumento e levando a um aumento significativo no volume de transações no mercado secundário de debêntures. Assim, a elaboração desse trabalho buscou dados das séries históricas de investimento em infraestrutura do BNDES, dados do Ministério da Fazenda e da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, entre outras fontes.

Palavras-Chave: Infraestrutura; Investimento; Lei nº 12.431, de 2011; Debêntures de Infraestrutura.

ABSTRACT

Financing infrastructure investment in Brazil, historically carried out almost exclusively through public resources, has faced challenges in view of the fiscal restrictions that the country has been facing. This situation gave rise to discussions, from 2009-2010, between the federal government and civil society, with the aim of encouraging long-term private financing in this sector. These discussions culminated in the publication of Provisional Measure nº 517/2010, later converted into Law nº 12.431/2011, which introduced the so-called infrastructure debenture as a new financial instrument. The motivation for creating this new type of debenture was based on the expectation of large investments in the following years and the need to reduce dependence on the National Bank for Economic and Social Development (BNDES) as an almost exclusive financier of investments in infrastructure in the country. Law nº 12.431/2011, therefore, had the purpose of encouraging private investments in infrastructure. To achieve this objective, the law offered tax exemptions to investors who acquired these credit titles, as long as the resources were allocated exclusively to infrastructure projects related to the sectors of energy, transport, water, basic sanitation, irrigation and other strategic areas established by the Federal Executive. This measure was intended to attract resources to key areas of development in the country and strengthen the financing of essential infrastructure projects for the growth and well-being of society. Since 2012, when infrastructure debentures began to be issued, there have been some adjustments to legislation, both legal and infra-legal, always seeking to reduce bureaucracy or clarify issues that raised doubts in the market. As a result of these changes, the volume of infrastructure debenture issues has increased significantly year after year, reaching more than R\$47 billion in 2021. The objective of this work is to explore how this legislation played a fundamental role in promoting private investment in infrastructure in Brazil performing a descriptive analysis of Law nº 12.431/2011, and its infralegal regulations. In this understanding, it is essential to recognize the relevance of expanding financing alternatives within the scope of Brazilian infrastructure. This is due to the fact that there are clear opportunities to increase the participation of private investors, especially through the use of instruments available in the capital market. This approach proves to be more suitable for long-term ventures, thus consolidating a favorable scenario for the sustainable development of the sector. The expansion of infrastructure debenture issues from 2017 onwards is due to several factors, such as the introduction of the Long-Term Rate (TLP), the decrease in public

sector involvement in infrastructure investments and the simplification of the issuance process of these bonds through Decree 8,874/2016. Furthermore, the diversification of debenture options attracted more investors, increasing interest in this instrument and leading to a significant increase in the volume of transactions in the secondary debenture market. Therefore, the preparation of this work sought data from the BNDES historical series of investment in infrastructure, data from the Ministry of Finance and the Brazilian Association of Financial and Capital Market Entities - ANBIMA, among other sources.

Keywords: Infrastructure; Investment; Law nº 12.431/2011; Infrastructure Debentures.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Participação Pública nos investimentos em infraestrutura	20
Gráfico 2 – Desembolsos BNDES 2012 - 2019	23
Gráfico 3 – Desembolsos BNDES x Volume das debêntures emitidas (2012-2019)	24
Gráfico 4 – Participação Pública x Privada nos investimentos em infraestrutura 2010-2020 (em % do PIB)	28
Gráfico 5 – Participação Público x Privado no Financiamento do Investimento em infraestrutura 2010-2019	29
Gráfico 6 – Participação Público x Privado na Execução do Investimento em infraestrutura 2010-2019	30
Gráfico 7 – Comparativo TJLP x Selic x CDI	38
Gráfico 8 – Quantidade Debêntures Incentivadas - 2012 a 2022	53
Gráfico 9 – Quantidade (por setor) Debêntures Incentivadas - 2012 a 2022 Projetos de Infraestrutura (em R\$ milhões)	58
Gráfico 10 – Quantidade (% por setor) Debêntures de Infraestrutura – 2012 a 2022	60
Gráfico 11 – Volume Debêntures de Infraestrutura 2012 – 2022 (em R\$ milhões)	67
Gráfico 12 – Volume (% por setor) Debêntures de infraestrutura - 2012 a 2022 Projetos de Infraestrutura	70
Gráfico 13 – Volume (por setor) Debêntures de infraestrutura - 2012 a 2022 Projetos de Infraestrutura (em R\$ milhões)	71
Gráfico 14 – Estoque de debêntures de infraestrutura por comprador (2014-2019) (em R\$ 1 bilhão)	75
Gráfico 15 – Mercado Secundário de Debêntures - Quantidade de Operações Negociadas Jan/2021 a Dez/2022	78
Gráfico 16 – Financiamento de infraestrutura, debêntures de infraestrutura e não incentivadas (2010-2019) em R\$ 1 bilhão	81
Gráfico 17 – Volume Debentures de infraestrutura <i>Green</i>	82
Gráfico 18 – Quantidade de Debentures de infraestrutura Green por setor	83

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Investimentos do PAC (2007-2010) em milhões	26
Tabela 2 – Origem Desagregada dos Recursos de Investimentos em Infraestrutura (em R\$ bilhões) Público x Privado 2010-2019	30
Tabela 3 – Comparativo TJL x Selic x CDI (1994-2017)	37
Tabela 4 – Investimentos realizados em 2021 x Investimentos Necessários	42
Tabela 5 – Potencial de Emissão de Debêntures – Projetos de Infraestrutura já autorizados (por setor)	45
Tabela 6 – Comparativo Ações x Debêntures x Notas Promissórias	46
Tabela 7 – Volume por tipo de investidor	73
Tabela 8 – Estoque de debêntures de infraestrutura (demais compradores 2014-2019)	76
Tabela 9 – Quantidade operações negociadas no mercado secundário de debêntures de infraestrutura x debêntures não incentivadas	79
Tabela 10 – Volume negociado no mercado secundário de debêntures de infraestrutura x debêntures não incentivadas	80

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Mercado de Capitais.....	49
Figura 2 – Ordem Temporal dos Marcos Legais Lei 12.431/2011.....	54

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BCB	Banco Central do Brasil
BI – MF	Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas – Ministério da Fazenda
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CMN	Conselho Monetário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DI's	Debêntures de Infraestrutura (ou Debêntures incentivadas)
ESG	Environmental, Social and Governance
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
MCom	Ministério das Comunicações
MDR	Ministério do Desenvolvimento Regional
MInfra	Ministério da Infraestrutura
MME	Ministério de Minas e Energia
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PL	Projeto de Lei
PIL	Programa de Investimento em Logística
PPI	Projeto Piloto de Infraestrutura
SPE	Sociedade de Propósito Específico
SPE/ME	Secretaria de Política Econômica – Ministério da Economia
TJLP	Taxa de juros de longo prazo
TLP	Taxa de longo prazo

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	16
2. BUSCA PELO CRESCIMENTO ECONÔMICO E O INVESTIMENTO EM INFRAESTRUTURA	18
2.1. INFRAESTRUTURA	18
2.2. INVESTIMENTO EM INFRAESTRUTURA	20
2.3. INVESTIMENTO PÚBLICO EM INFRAESTRUTURA	22
2.3.1 RETORNO DE RECURSOS DO BNDES PARA O CAIXA DO TESOURO NACIONAL, DEVOLUÇÕES ANTECIPADAS A PARTIR DO FINAL DE 2016.....	24
2.3.2 ANÁLISE SOBRE OS DESEMBOLSOS BNDES DE 2012 A 2019.....	24
2.4. O MODELO DE FINANCIAMENTO EM INFRAESTRUTURA ANTES DA LEI Nº 12.431/2011	27
2.5. INVESTIMENTO PRIVADO	29
2.5.1 FORMAS CONVENCIONAIS DE OBTENÇÃO DE RECURSOS	34
2.6. A TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO - TJLP E A TAXA DE LONGO PRAZO – TLP	38
2.6.1 A TJLP.....	38
2.6.2 INÍCIO DA TLP	42
2.7. A REALIDADE VERSUS A NECESSIDADE DE INVESTIMENTOS EM INFRAESTRUTURA NO BRASIL.....	45
3. ANÁLISE DA LEI Nº 12.431/2011, E DEMAIS INSTRUMENTOS LEGAIS	48
3.1. DEBÊNTURES E SEU PAPEL NO MERCADO DE CAPITALIS.....	48
3.2. AÇÕES X DEBÊNTURES X NOTAS PROMISSÓRIAS	51
3.3. CARACTERÍSTICAS ESPECIAIS DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA.....	54
3.4. LEI Nº 12.431/2011, A LEI DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA.....	56
3.5. SETORES DE INFRAESTRUTURA	62
3.5.1 ENERGIA.....	64
3.5.2 TRANSPORTE E LOGÍSTICA	66
3.5.3 SANEAMENTO BÁSICO.....	67
3.5.4 MOBILIDADE URBANA.....	67
3.5.5 TELECOMUNICAÇÕES.....	68
3.6. AS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA E O IMPACTO SOCIOAMBIENTAL.....	69
3.7. PROJETO DE LEI Nº 2.646/2020, DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA.....	69
4. DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA, ANÁLISE E COMENTÁRIOS	72
4.1. DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA EMITIDAS	72
4.2. ANÁLISE DAS EMISSÕES DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA POR SETOR	75
4.3. ANÁLISE DA DISTRIBUIÇÃO DOS INVESTIDORES EM DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA NO PERÍODO.....	77
4.4. ANÁLISE DA QUANTIDADE E VOLUME DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA NO PERÍODO 2012 A 2022, UMA COMPARAÇÃO COM DEBÊNTURES NÃO INCENTIVADAS NO MERCADO SECUNDÁRIO.....	82
4.5. ANÁLISE DA QUANTIDADE E VOLUME DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA NO PERÍODO 2017 A 2022, EMISSÕES COM CERTIFICAÇÃO GREEN	87
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	91
6. REFERÊNCIAS	94

1 – Introdução

A Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011¹, que estabeleceu as chamadas debêntures de infraestrutura (também conhecida como debêntures incentivadas)², foi originalmente proposta com o intuito de promover o investimento privado em infraestrutura, por meio de benefícios fiscais aos compradores desses títulos de crédito, desde que os recursos fossem destinados exclusivamente a projetos de infraestrutura relacionados aos setores de energia, transporte, logística, telecomunicações, água, saneamento básico, irrigação e outras áreas prioritárias definidas pelo Governo Federal.

Além disso, essas debêntures também poderiam financiar projetos intensivos em pesquisa, desenvolvimento e inovação (PD&I) com fins econômicos, na busca pelo aumento do *funding* privado em infraestrutura e consequente crescimento econômico.

Debêntures de infraestrutura são títulos de dívida emitidos por empresas, para financiar seus projetos de infraestrutura. Desde sua implementação em 2012, o volume emitido dessas debêntures tem crescido ano após ano, mais significativamente a partir de 2017, tornando-se uma relevante fonte de financiamento para projetos de infraestrutura no país nos últimos anos. Este texto faz uma análise da Lei nº 12.431, de 2011, uma descrição das debêntures de infraestrutura e seu papel no investimento em infraestrutura, com o intuito de compreender a relevância da ampliação das alternativas de financiamento no setor de infraestrutura no Brasil.

Este texto está organizado em 5 capítulos, além desta breve introdução. O capítulo 2 examina a busca pelas diferentes formas de crescimento econômico, comentários sobre infraestrutura, abordando seu financiamento, fontes de recursos e dinâmica ao longo da década de 2010. O capítulo também aborda as formas adicionais de obtenção de recursos, as várias maneiras de como as empresas se financiam e alguns fatores que podem ser elencados como relevantes. Comentários sobre o papel do BNDES no financiamento em infraestrutura e análises sobre a taxa de juros de longo prazo - TJLP e a taxa de longo prazo – TLP e anotações a respeito do modelo de financiamento em infraestrutura antes da Lei nº 12.431, de 2011.

1 Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Usinas Nucleares (Renuclear); dispõe sobre medidas tributárias relacionadas ao Plano Nacional de Banda Larga; altera a legislação relativa à isenção do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM); dispõe sobre a extinção do Fundo Nacional de Desenvolvimento; e dá outras providências (BRASIL, 2011)

² Os dois termos serão utilizados como sinônimos no decorrer deste texto, passarei a usar debêntures de infraestrutura durante todo o texto.

O capítulo 3 contempla algumas considerações sobre debêntures e seu papel no mercado de capitais, concentra-se na análise descritiva das debêntures de infraestrutura (ou incentivadas) a partir da vigência da Lei nº 12.431, de 2011, seus dispositivos e demais instrumentos infralegais (Decretos e Portarias Normativas), cujo mercado tem crescido rapidamente desde a sua regulamentação em 2011. São discutidas de forma detalhada os dados sobre as emissões de debêntures de infraestrutura, quais setores econômicos foram impactados pela medida, volume desses papéis emitidos nos anos a partir da vigência da citada Lei.

O capítulo 4 apresenta análises e avaliações dos gráficos e tabelas, e os resultados encontrados na pesquisa sobre as emissões de debêntures de infraestrutura, investidores, emissões por setor econômico.

Por fim, o capítulo 5 apresenta, de maneira concisa, as considerações finais do trabalho. Dentre os resultados apresentados nesta análise indicam que, a partir de 2017, a rápida expansão das debêntures de infraestrutura pode ser atribuída a vários fatores que influenciaram a demanda por esses títulos. Entre esses fatores, destacam-se a introdução da Taxa de Longo Prazo (TLP), a redução da participação pública nos investimentos em infraestrutura e a edição do Decreto 8.874/2016, que simplificou o processo de autorização para emissão das debêntures de infraestrutura. Além disso, é importante mencionar a ampliação da oferta de debêntures, que se tornou mais diversificada, proporcionando aos investidores uma variedade maior de opções e, conseqüentemente, impulsionando o interesse por esse instrumento. Como resultado desse cenário favorável, o volume total de transações no mercado secundário de debêntures também experimentou um aumento significativo.

Este trabalho tem como finalidade investigar o papel crucial desempenhado pela legislação na promoção do investimento privado em infraestrutura no Brasil, para tanto, será realizada uma análise descritiva da Lei nº 12.431, de 2011, juntamente com suas regulamentações infralegais. Nesta perspectiva, busca-se reconhecer a importância de expandir as opções de financiamento do setor de infraestrutura no Brasil, dado que existem oportunidades claras para aumentar a participação dos investidores privados, principalmente por meio de instrumentos do mercado de capitais, cuja característica se enquadraria melhor para investimentos de longo prazo.

2 – Busca pelo crescimento econômico e o investimento em infraestrutura

O sucesso alcançado pelo Plano Real no controle e estabilização da inflação levantou importantes debates quanto à busca pelo desenvolvimento econômico aliado à estabilidade inflacionária: Qual deveria ser a atribuição, o tamanho e a atuação do Estado no crescimento e desenvolvimento da economia no País? Qual o grau de liberalização econômica seria o mais indicado? As políticas públicas deveriam ser repensadas por conta dessa nova realidade?

A infraestrutura, enquanto peça chave para o crescimento e desenvolvimento econômico de um país, pode ser apontada como instrumento que fornece as bases para melhoria da atividade econômica, ampliação da produtividade empresarial e aprimoramento da qualidade de vidas das pessoas. Em contraponto, a ausência de infraestrutura satisfatória, pode ser um empecilho para o progresso econômico e prosperidade de um país.

2.1 – Infraestrutura

A infraestrutura desempenha um papel fundamental para o desenvolvimento de um país. No Brasil, até meados dos anos 1990, o financiamento à infraestrutura era feito quase que exclusivamente com investimentos públicos. Desde a década de 1980, diversos governos têm adotado políticas de investimentos públicos em infraestrutura, tais como a construção e manutenção de rodovias, portos, aeroportos, telecomunicações e energia. Essas medidas visam elevar o bem-estar da população ao proporcionar melhores condições logísticas, acesso a serviços essenciais e melhoria da qualidade de vida. Assim, a infraestrutura compreende a base fundamental que torna viável o funcionamento da economia e permite o desenvolvimento das atividades humanas em suas diversas facetas e extensões (Lopes Rocha & Saulo Marques Ribeiro, 2022).

As políticas públicas que visam incentivar o desenvolvimento da infraestrutura têm o potencial de estimular a atividade econômica, impulsionando setores como a indústria da construção civil, logística, transporte e energia. A modernização e expansão da infraestrutura podem atrair investimentos, tanto nacionais como estrangeiros, e abrir novas oportunidades de negócios, contribuindo para o crescimento econômico do Brasil.

A infraestrutura encontra ligação com desenvolvimento socioeconômico de uma região, tendo um impacto direto no ambiente de negócios, na atração de investimentos e

na geração de empregos. Ela engloba um conjunto abrangente de sistemas, estruturas e serviços fundamentais para o funcionamento adequado de uma sociedade ou economia, incluindo elementos como estradas, pontes, portos, aeroportos, ferrovias, energia elétrica, telecomunicações, saneamento básico, entre outros. Esses elementos são fundamentais para promover o crescimento econômico, melhorar a qualidade de vida da população e assegurar o desenvolvimento sustentável do país.

Alinhado a isso, Najan (2020) aponta que apesar da relevância da infraestrutura para o desenvolvimento econômico e social do Brasil, o setor ainda enfrenta defasagem e carência de investimentos. Os indicativos apresentados no texto evidenciam a importância de se estabelecer políticas públicas que visem reduzir essa lacuna e impulsionar o progresso da infraestrutura nacional. Em 2010, por exemplo, ao discutir a implementação de um modelo de financiamento de longo prazo que resultou no incentivo fiscal para debêntures de infraestrutura, o Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas – IPEA, realizou um estudo³ diagnóstico e prospectivo sobre a infraestrutura econômica do país até 2025. Esse estudo enfatizou que a eficiência na prestação de serviços nesse setor é determinante para a produtividade, competitividade do sistema econômico como um todo e para a promoção do bem-estar social.

Nesse contexto, a elaboração de políticas públicas que abordem as carências e defasagens da infraestrutura é essencial para impulsionar o crescimento do país. Ao incentivar o mercado de debêntures de infraestrutura por meio de benefícios fiscais, o governo busca atrair investimentos e estimular o desenvolvimento de projetos estratégicos. A infraestrutura eficiente é fundamental para garantir a oferta de serviços essenciais à população, impulsionar a atividade econômica e melhorar a competitividade do Brasil no cenário internacional. Portanto, é crucial que o país adote estratégias coerentes e abrangentes para enfrentar os desafios do setor e promover o avanço contínuo da infraestrutura em benefício de toda a sociedade (Najan, 2020).

Assim sendo, a oferta adequada de infraestrutura é uma condição essencial para o desenvolvimento econômico e social de uma nação, impulsionando o crescimento, a produtividade e a competitividade, além de contribuir para a redução das desigualdades (Medeiros, Ribeiro e Amaral, 2021 *apud* Lopes Rocha & Saulo Marques Ribeiro, 2022). Uma infraestrutura eficiente diminui os custos das empresas, aumenta sua capacidade de atendimento e, indiretamente, impacta positivamente o crescimento da produtividade (Pêgo e Campos Neto, 2010 *apud* Lopes Rocha & Saulo Marques Ribeiro, 2022). Nesse sentido, o investimento em infraestrutura pode ser considerado um instrumento estratégico de política, visando a promover

³ Pêgo e Campos Neto (2010).

mudanças estruturais que beneficiem especialmente o setor moderno, com maior potencial de geração de excedente econômico, em relação ao setor tradicional (Yemba, Ribeiro e Medeiros, 2020 *apud* Lopes Rocha & Saulo Marques Ribeiro, 2022).

2.2 – Investimento em infraestrutura

Apesar das divergências entre os economistas sobre certos temas, existe um consenso quanto à importância dos investimentos em infraestrutura, sejam eles públicos ou privados, como impulsionadores do desenvolvimento do país em meio a um mundo em constante transformação econômica.

Em meio a um contexto de pressões inflacionárias e aumento das taxas de juros, influenciado pela desglobalização das cadeias produtivas e transição energética, os investimentos em infraestrutura ganham ainda mais importância, já que além de criar empregos, aumentar a produtividade e a competitividade, eles também podem impulsionar o crescimento econômico de forma sustentável.

Com a modernização dos setores de transporte, energia, telecomunicações e saneamento básico, promovida pelos investimentos em infraestrutura, o país se torna mais atrativo para investidores, estimulando ainda mais a atividade econômica e melhorando a qualidade de vida da população.

Os investimentos em infraestrutura podem impulsionar a eficiência econômica, a diversificação dos setores econômicos, a atração de investimentos estrangeiros e estimular o crescimento econômico de forma significativa. Os investimentos em infraestrutura englobam projetos e ativos relacionados à construção e manutenção de diversos elementos, como rodovias, pontes, aeroportos, portos e estações de energia, sendo essenciais para o desenvolvimento nacional. Tais projetos podem ser financiados por governos, empresas privadas ou através de parcerias público-privadas.

Contudo, esses investimentos podem enfrentar outros desafios, como complexidade dos projetos, regulamentações e riscos que podem afetar a viabilidade de cada projeto. Para mitigar tais incertezas, é necessário estabelecer uma estrutura garantidora, compreendendo garantias clássicas e específicas para cada agente econômico, além da participação da autoridade pública com a vinculação de receitas ou criação de fundos garantidores, especialmente em projetos voltados para serviços públicos.

Além disso, é fundamental reconhecer que os investimentos em infraestrutura têm uma abrangência ampla e transversal, impactando diversos setores da economia. Ao proporcionar melhorias nas condições logísticas, como estradas e portos, facilitam o escoamento da produção, reduzindo custos para as empresas e possibilitando o acesso a novos mercados. Da mesma forma, investimentos em energia e telecomunicações garantem a infraestrutura necessária para o desenvolvimento de indústrias e serviços, impulsionando a produtividade e a competitividade do país.

Ainda na esfera de infraestrutura, a expansão e modernização de sistemas de saneamento básico são cruciais para a qualidade de vida da população. Ao garantir o acesso a água potável, coleta e tratamento de esgoto, reduz-se o risco de doenças e melhora-se a saúde pública, com impactos positivos no desenvolvimento humano e na produtividade do trabalho.

Em relação ao financiamento de longo prazo para esses projetos, a busca por alternativas sólidas e viáveis torna-se premente. É essencial que o risco associado ao investimento em infraestrutura seja bem avaliado e distribuído entre os setores público e privado, de forma a atrair investidores e garantir a sustentabilidade dessas iniciativas ao longo do tempo.

No entanto, para alcançar resultados positivos, é preciso uma articulação efetiva entre os diversos atores envolvidos, como governos, empresas, instituições financeiras e sociedade civil. A parceria entre o setor público e privado, através de parcerias público-privadas, pode ser uma estratégia importante para viabilizar investimentos de grande porte e otimizar recursos.

Para tanto, é imprescindível que haja uma política clara de incentivos e regulação adequada para garantir a segurança jurídica e a estabilidade necessárias para atrair investidores privados, especialmente em projetos de longo prazo.

Ademais, o planejamento estratégico é um elemento-chave para o sucesso dos investimentos em infraestrutura. É necessário identificar as necessidades prioritárias do país, avaliar a viabilidade técnica e financeira dos projetos, considerar aspectos ambientais e sociais, e estabelecer metas realistas e factíveis.

Nesse contexto, o desenvolvimento de instrumentos de financiamento inovadores, como *green bonds* (títulos verdes) e *social bonds* (títulos sociais), que canalizam recursos para projetos ambientalmente sustentáveis e de impacto social positivo, pode ser uma abordagem promissora para atrair investidores interessados em causas socioambientais.

Por fim, é fundamental destacar a importância da prestação de contas na gestão dos recursos destinados aos investimentos em infraestrutura. A população precisa ter acesso a informações claras sobre como os recursos estão sendo utilizados, bem como acompanhar o andamento e os resultados dos projetos. Isso fortalece a confiança da sociedade nos projetos de infraestrutura e facilita a identificação de possíveis problemas e correções ao longo do processo.

Em síntese, os investimentos em infraestrutura desempenham um papel crucial no desenvolvimento econômico e social do país, proporcionando a base necessária para o crescimento sustentável. Para que esses investimentos sejam bem-sucedidos, é preciso promover um diálogo construtivo entre diferentes atores, incentivar a inovação em instrumentos de financiamento e garantir a transparência na gestão dos recursos. Dessa forma, o país estará mais preparado para enfrentar os desafios presentes e futuros, construindo uma sociedade mais próspera e resiliente.

2.3 – Investimento público em infraestrutura

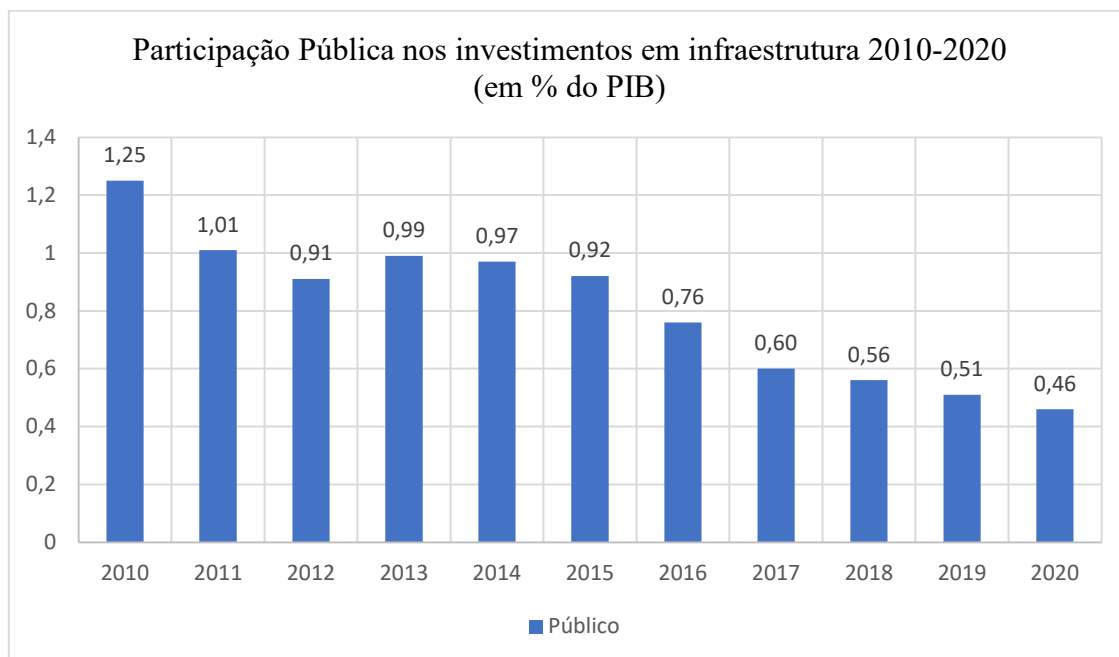
Guimarães e Freitas (2019) afirmam que no Brasil os estudos evidenciam uma correspondência sólida e conveniente entre os gastos públicos com infraestrutura e o ganho de longo prazo para a economia brasileira. Portanto, estes autores concordam que ao se verificar o crescimento da atividade econômica de um país, pode-se deduzir que o investimento público em infraestrutura se manifesta como um dos elementos balizadores deste desenvolvimento. Do mesmo modo, impacta positivamente no aumento de produtividade dos demais setores de produção (Guimarães & Freitas, 2019).

Quando se trata do debate sobre a questão do tamanho do governo e de sua participação na economia, pode-se verificar vários estudos sobre o tema. Podemos citar alguns, tais como os trabalhos de Ferreira (1996), Ferreira e Malliagos (1998) e Ferreira e Araújo (2006) que apresentam um ensaio mais abrangente no que se refere a relação entre investimento público em infraestrutura e investimento privado e, por conseguinte, entre investimento em infraestrutura e a expansão da performance econômica.

Neste contexto, o investimento em infraestrutura (que pode ser público ou privado) aparece como basilar para o desenvolvimento econômico de um país. Uma boa infraestrutura, como saneamento básico, energia elétrica confiável e transporte público de qualidade, proporciona uma melhora significativa na qualidade de vida da população, com expectativa de contribuir inclusive para a redução da pobreza e da desigualdade social.

Porém, de acordo com Frischtak et al (2022), desde a década de 1980, tem sido observada uma redução nos investimentos em infraestrutura no Brasil, fenômeno que ganhou maior intensidade nos últimos anos, à medida que os recursos destinados aos investimentos públicos enfrentaram restrições crescentes. Essa situação se deve, em grande parte, à fragilidade fiscal tanto da União quanto dos entes subnacionais (R. Frischtak et al., 2022).

Gráfico 1 – Participação Pública nos investimentos em infraestrutura



Fonte: Frischtak et al (2022)

Ao analisarmos a participação pública nos investimentos em infraestrutura no Brasil durante o período de 2010 a 2020, é possível observar uma tendência de redução significativa desses investimentos em relação ao Produto Interno Bruto (PIB). Em 2010, os investimentos públicos representavam 1,25% do PIB, mas ao longo dos anos, esse percentual foi decrescendo, atingindo apenas 0,46% do PIB em 2020. Essa queda acentuada reflete a limitação dos recursos destinados pelo governo para o desenvolvimento de projetos de infraestrutura, o que pode ter impactado negativamente o crescimento e a modernização do país nesse período. Essa análise ressalta a necessidade de políticas que visem o estímulo aos investimentos privados em infraestrutura, a fim de promover o desenvolvimento econômico e social do Brasil.

2.3.1 – Retorno de recursos do BNDES para o caixa do Tesouro Nacional, devoluções antecipadas a partir do final de 2016

No Brasil até este momento, identificam-se insuficiências de infraestrutura que dificultam o desenvolvimento econômico e social da nação. Aperfeiçoar a infraestrutura é indispensável para disseminar a produção e elevar a capacidade dos serviços básicos primordiais para uma sociedade.

Neste momento compete citar Pereira e Miterhof (2018) que salientam que, em meados de 2016, o governo federal dispôs de procedimentos que teriam potencial para transformar essencialmente o perfil da atividade do BNDES. Um exemplo foi antecipar o pagamento de R\$ 100 bilhões, acontecido em dezembro de 2016, dos empréstimos do Tesouro Nacional ao Banco em TJLP. A atitude foi fundamentada por tais recursos estarem hipoteticamente ociosos e desnecessários no banco, na conjuntura de recessão, além de presumivelmente ocasionar economia financeira anual estimada em cerca de R\$ 7 bilhões, via redução do custo de carregamento dos créditos ao BNDES, remunerados a TJLP e financiados pelo custo da dívida pública.

De acordo com Pereira e Miterhof (2018) na época, a discrepância entre a TJLP e a Selic era da ordem de 7 pontos percentuais, o que aplicados sobre os R\$ 100 bilhões reproduziria a imaginada economia fiscal, com o já mencionado anteriormente.

A partir de 2017, como medida de austeridade fiscal, o governo brasileiro colocou em prática uma postura de forte contenção de gastos públicos, incluindo os investimentos. À vista disso, foram descontinuados ou inteiramente abandonados os projetos de infraestrutura outrora planejados, como forma de reduzir os gastos públicos e controlar o déficit orçamentário.

2.3.2 – Análise sobre os desembolsos⁴ BNDES de 2012 a 2019

A análise dos valores desembolsados pelo BNDES em infraestrutura entre os anos de 2012 e 2019 revela uma significativa queda no volume de investimentos realizados, especialmente a partir de 2016.

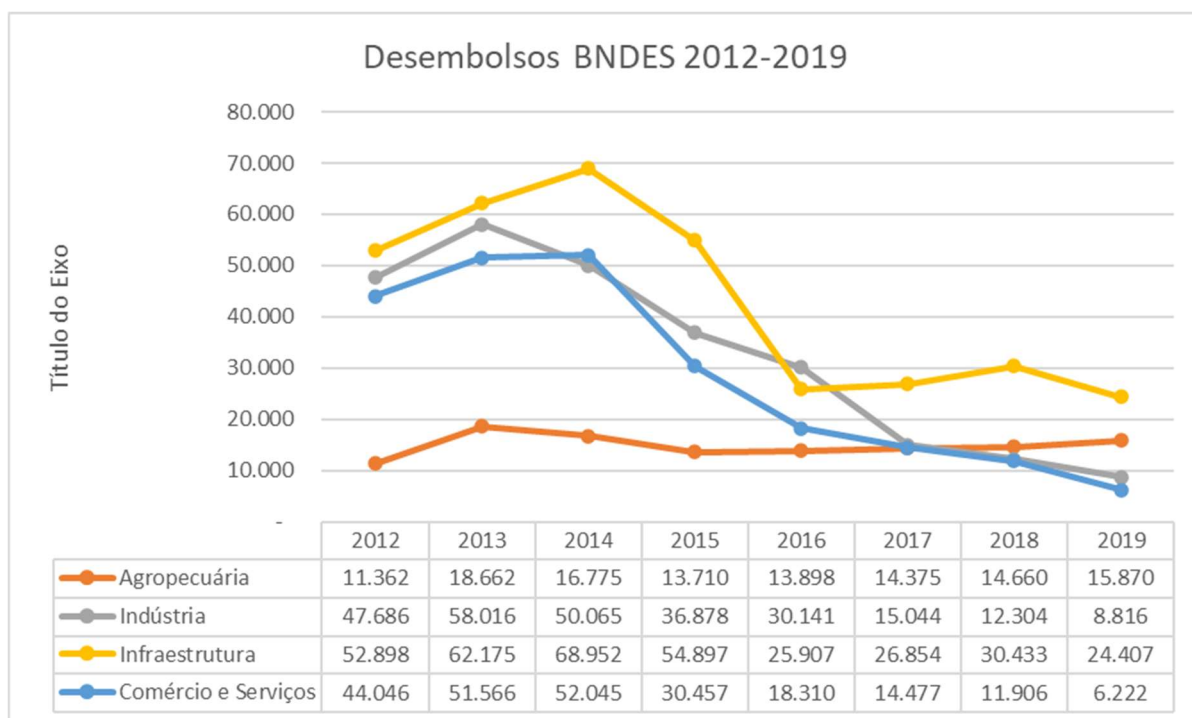
⁴ BNDES - informações mais recentes sobre a evolução dos desembolsos do BNDES, consulta realizada em 16/03/2023. <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/desembolsos>

No gráfico 2 observamos os desembolsos do BNDES por setor. Importa explicar que a classificação envolve os setores agropecuária, indústria, infraestrutura e comércio e serviços (estes últimos dois setores estão com os valores agrupados, como se fossem um único setor).

Passando a comentar os desembolsos no setor de infraestrutura, em 2012 foram desembolsados R\$ 52,9 bilhões em investimentos realizados pelo BNDES em infraestrutura, valor que foi aumentando progressivamente nos anos seguintes, atingindo seu pico em 2014, com R\$ 68,9 bilhões. Em seguida, o valor começou a cair, chegando a R\$ 54,9 bilhões em 2015, uma queda de 20,3% em relação ao ano anterior.

A partir de 2016, a queda se acentuou, com o valor dos desembolsos caindo para R\$ 25,9 bilhões, uma redução de 52,5% em relação ao ano anterior. Em 2017, o valor se manteve praticamente estável, com R\$ 26,8 bilhões, e em 2018 e 2019 houve uma ligeira recuperação, com R\$ 30,4 bilhões e R\$ 24,4 bilhões, respectivamente.

Gráfico 2 – Desembolsos BNDES 2012 - 2019



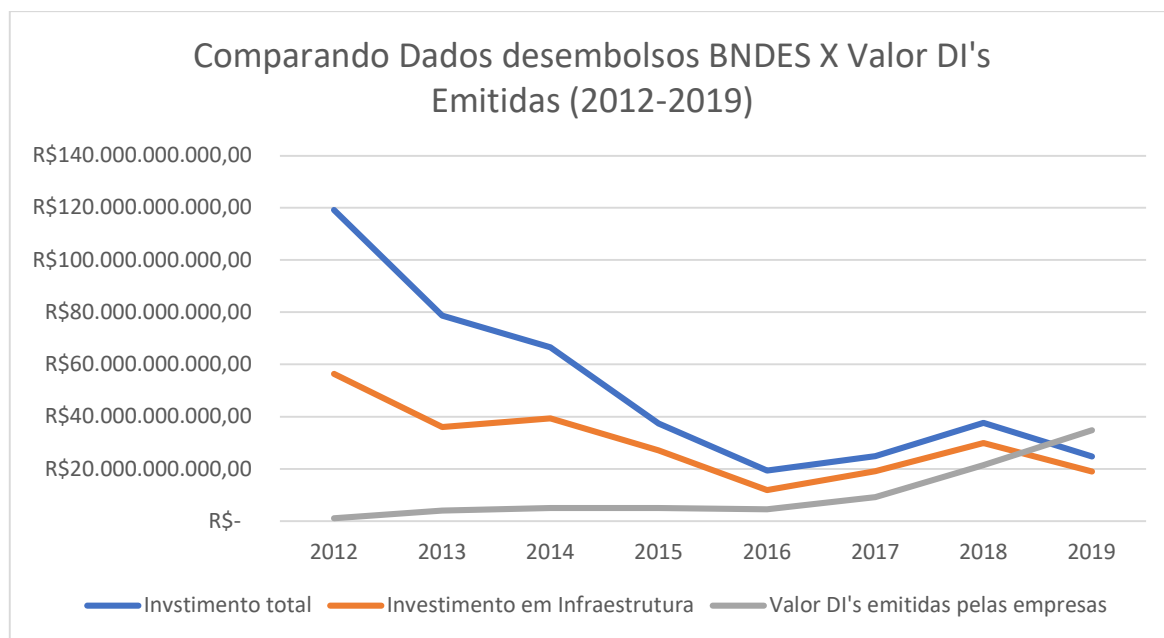
Fonte: BNDES
Elaboração: Autor

Assim, é possível notar que houve uma queda significativa nos valores desembolsados pelo BNDES em infraestrutura por ano entre 2012 e 2019, principalmente a partir de 2016, tal redução poderia ser explicada (teoricamente) por fatores internos e externos

ao banco, como por exemplo crise econômica, a mudança na política de crédito do banco e a diminuição do orçamento destinado à instituição.

Além disso, possivelmente, a maior participação de investidores privados, após a Lei nº 12.431, de 2011, no mercado de infraestrutura também pode ter influenciado a redução dos desembolsos do BNDES. Será que a diminuição dos investimentos por parte do BNDES resultou na obrigação dos projetos de buscar financiamento no mercado de capitais, ou foi o inverso? É desafiador determinar essa relação causal.

Gráfico 3 – Desembolsos BNDES x Volume das debêntures emitidas (2012-2019)



Fonte: BNDES e ANBIMA

Elaboração: Autor

No entanto, é importante destacar que a queda nos desembolsos do BNDES não deve ser vista como uma situação isolada, é necessário considerar que o BNDES não é a única fonte de financiamento para projetos de infraestrutura, havendo outras opções de financiamento no mercado.

Algumas medidas como, a melhoria do ambiente de negócios, o estímulo à participação da iniciativa privada nos projetos (exemplo a Lei nº 12.431, de 2011, o Decreto nº 8.874, de 2016 e o PL nº 2646, de 2020) e a ampliação das fontes de financiamento com o

envolvimento de outras instituições financeiras, também podem ser incluídas como fatores relacionados com a queda na atuação do BNDES relativos aos desembolsos em infraestrutura.

2.4 – O modelo de financiamento em infraestrutura antes da Lei nº 12.431, de 2011

No início do século XXI (2003-06) foram mantidos os instrumentos de política econômica adotados no final do século XX no Brasil. A continuidade desse modelo de política econômica acalmou os grandes investidores financeiros, que temiam por uma mudança do viés econômico com a administração federal.

Contudo, repetidamente estavam de um lado os que defendiam a condução da economia de forma mais liberal e, do outro lado, estavam os desenvolvimentistas, mais alinhados com um papel mais ativo do Estado visando o desenvolvimento econômico aliado à prosperidade, avanço, e conseqüente fortalecimento das políticas sociais.

Barbosa e Souza (2010) constataram que, expandir o investimento público em infraestrutura tornou-se uma prioridade do governo federal a partir de 2006. Com a implementação de um caráter institucional definido ao longo dos anos anteriores (2003-06), aumentou-se o investimento, e, portanto, o montante de recursos provenientes do Tesouro Nacional destinados aos projetos de infraestrutura por meio do incremento no número de projetos da carteira do Projeto Piloto de Infraestrutura, chamado de PPI (Barbosa & Pereira De Souza, 2009) .

Criado em 2004, o PPI foi elaborado com o intuito de implantar e concretizar um encadeamento de projetos considerados prementes pelo Governo Federal e com isso recuperar o setor de infraestrutura do Brasil. Dentre as finalidades primordiais do PPI enumeradas pelo governo estão: alavancagem da competitividade do país, redução dos obstáculos para realização dos investimentos em infraestrutura, visando a finalização desses projetos e a manutenção de ativos estratégicos em infraestrutura (Machado, 2013).

Deliberações entre o governo brasileiro e o Fundo Monetário Internacional permitiu que o governo federal realizasse um ajuste formal, qual seja, a dedução do valor dos recursos investidos no financiamento do PPI das metas de superávit primário (algo em torno de 0,5% do superávit primário). Isto abriu caminho para estabelecimento do PPI a partir de 2004.

Considerada como um grande limitador do potencial de crescimento da economia, o cenário de degradação da infraestrutura brasileira necessitava de expediente. Havia o entendimento de que os projetos deveriam passar por uma análise prévia de seu custo-

benefício, para avaliar a sua colaboração no fortalecimento da atividade econômica. O dispêndio presente seria recompensado com o incremento no crescimento vindouro da economia estimulado por intermédio da execução dos projetos do PPI, esse era o raciocínio básico do governo à época.

Entre 2005 e 2007, o PPI executou 249 projetos (Abreu e Câmara 2014), a maioria deles relacionados à pasta do Ministério dos Transportes. No entanto, a principal vantagem do PPI foi que serviu como estudo, preparação, experimentação para o programa maior.

Lançado em 2007, o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), herdou do PPI uma grande estrutura de coordenação e fiscalização do trabalho composta por três hiper ministérios do Poder Executivo Federal: Casa Civil, Ministério da Fazenda e Ministério do Planejamento.

O PAC sobreveio na sequência do PPI absorvendo seus projetos em 2007, amplificando a quantidade e a capacidade de alocação dos recursos à medida que incrementava o alvo dos projetos do PPI. O montante de recursos previsto para o período de 2007 a 2010 era de R\$ 503,9 bilhões, delineados conforme tabela abaixo (Abreu e Câmara 2014).

Tabela 1 – Investimentos do PAC (2007-2010) em milhões

Logística	58,3
Orçamento Fiscal e da Seguridade	33,0
Estatais Federais e Demais Fontes	25,3
Energia	274,8
Orçamento Fiscal e da Seguridade	0
Estatais Federais e Demais Fontes	274,8
Infraestrutura Social	170,8
Orçamento Fiscal e da Seguridade	34,8
Estatais Federais e Demais Fontes	136,0
Total do PAC	503,9
Orçamento Fiscal e da Seguridade	67,8
Estatais Federais e Demais Fontes	436,1

Fonte: (de Abreu & Câmara, 2014)

A área de infraestrutura reúne fragmento considerável dos investimentos da União efetivados de modo direto com recursos provenientes dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social. Fundamentalmente, a área incorpora superior fração dos projetos na esfera do PAC.

O financiamento público em obras de infraestrutura era comum antes da edição de Lei nº 12.431, de 2011. O governo federal, muitas vezes como o objetivo de fomentar o

desenvolvimento regional e, conseqüentemente, alavancar o crescimento socioeconômico nacional, realizava investimentos significativos em obras e projetos de infraestrutura em setores como transporte, energia e saneamento básico.

Todavia, na Exposição de Motivos Interministerial 194⁵ (texto que justificou a edição da MP nº 517, de 2010, que foi convertida na Lei nº 12.431, de 2011) já havia a indicação sobre a impossibilidade dos bancos públicos se manterem como principais promotores de recursos de longo prazo, necessários para sustentar os aportes em investimentos nas obras de infraestrutura, necessários para sustentar o crescimento econômico do país.

Mensagem ao congresso falando sobre a importância do incentivo dos investimentos em infraestrutura, e a relevância da participação do capital privado. O documento (Exposição de Motivos Interministerial 194) também discorre sobre a urgência de se encontrar um mercado de financiamento de longo prazo que buscasse a participação da iniciativa privada com fonte complementar no *funding* dos projetos.

Desta forma, a Lei nº 12.431, de 2011, veio para fomentar a participação do setor privado em projetos de infraestrutura, incentivando a realização de parcerias público-privadas e reduzindo a dependência de recursos públicos em investimentos nesse setor.

2.5 – Investimento privado

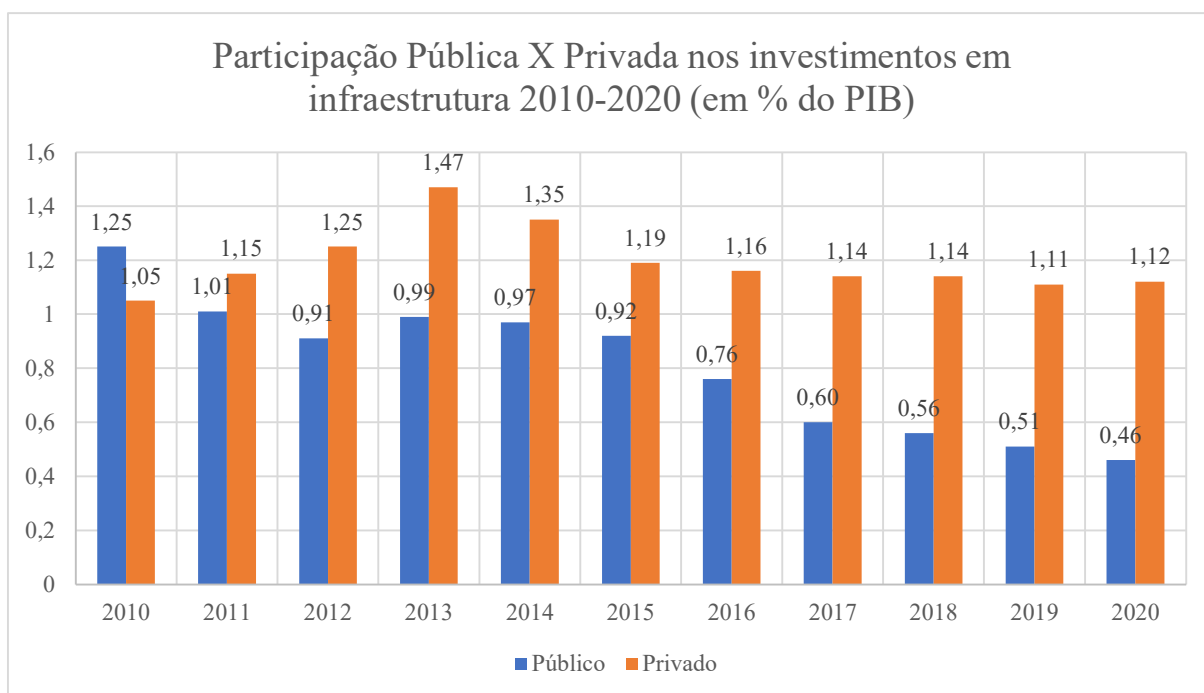
A análise comparativa entre a Participação Pública e Privada nos investimentos em infraestrutura entre 2010 e 2020, considerando a proporção em relação ao PIB, revela padrões interessantes ao longo da década.

Ao observar os dados, podemos perceber que a Participação Pública teve uma trajetória de redução contínua ao longo do período analisado. Como já mostrado anteriormente, em 2010, a participação do setor público nos investimentos em infraestrutura era de 1,25% do PIB, caindo para 0,46% do PIB em 2020. Essa tendência de queda pode ser atribuída a uma série de fatores, incluindo restrições fiscais enfrentadas pelo governo, que podem ter limitado a capacidade de investimento em projetos de infraestrutura ao longo dos anos.

⁵ A Exposição de Motivos nº 194 (BRASIL EM, 2010) enfatiza em seu texto 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. Neste sentido a Medida Provisória nº 517, de 2010 (BRASIL MP, 2010) apresenta um conjunto de medidas que, complementadas por aquelas já adotadas ou em vias de serem adotadas pelo BNDES, pelo Conselho Monetário Nacional - CMN, pelo Banco Central do Brasil - BACEN e pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, criará as bases para viabilizarmos o efetivo surgimento de um mercado de financiamento privado de longo prazo.

Por outro lado, a Participação Privada teve um comportamento mais variável, com altos e baixos durante a década. Em 2010, a participação do setor privado nos investimentos em infraestrutura era de 1,05% do PIB, aumentando para 1,47% do PIB em 2013, antes de iniciar uma trajetória de queda gradual até chegar a 1,12% do PIB em 2020. Essa variação pode refletir mudanças nas condições econômicas, políticas e regulatórias que influenciaram o apetite dos investidores privados por projetos de infraestrutura.

Gráfico 4 – Participação Pública x Privada nos investimentos em infraestrutura 2010-2020 (em % do PIB)



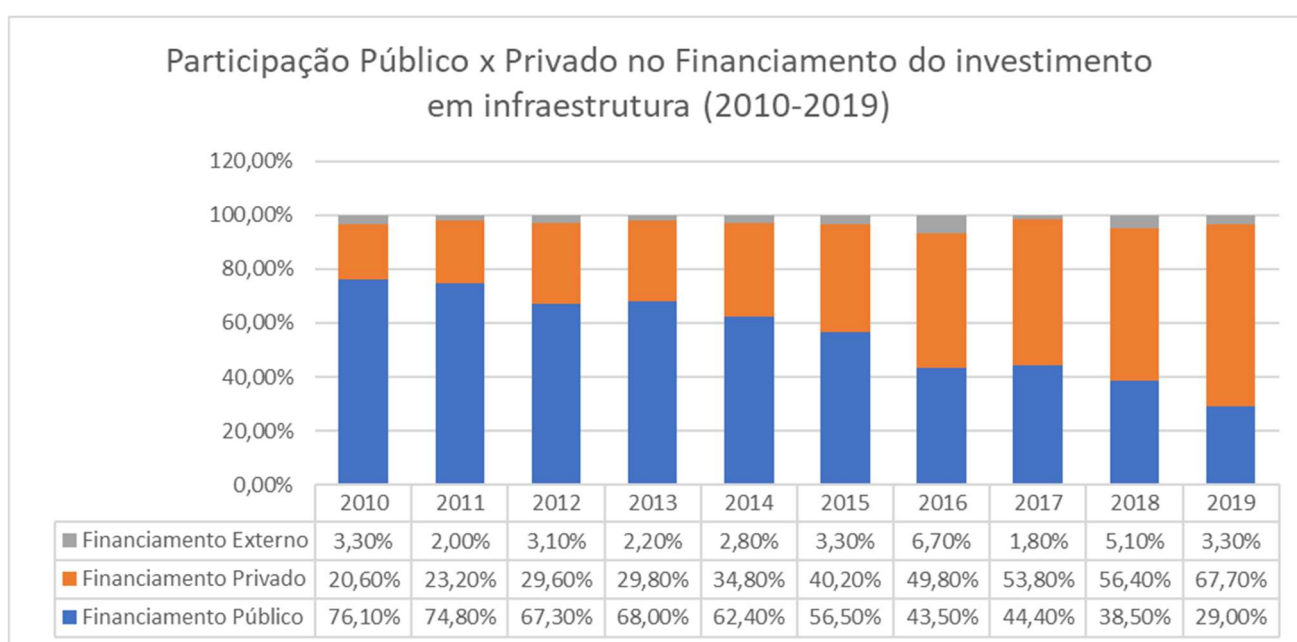
Fonte: Frischtak et al (2022)

Em termos gerais, os dados indicam que a participação privada nos investimentos em infraestrutura se manteve relativamente mais estável ao longo da década em comparação com a participação pública, que apresentou uma tendência de queda. Isso pode sugerir que o setor privado foi mais resiliente e adaptável a diferentes contextos econômicos e regulatórios, enquanto o setor público enfrentou desafios para manter o ritmo de investimentos em infraestrutura. É importante ressaltar que a participação pública e privada são complementares e desempenham papéis distintos no financiamento e desenvolvimento de projetos de infraestrutura, e uma combinação equilibrada dessas duas fontes de investimento é fundamental para promover o crescimento e o desenvolvimento sustentável da infraestrutura de um país.

Passando a realizar uma comparação da participação pública e privada no financiamento do investimento em infraestrutura entre os anos de 2010 e 2019 revela mudanças significativas nas fontes de financiamento ao longo da década.

Em 2010, o financiamento público representava a maior parte do investimento em infraestrutura, correspondendo a 76,10% do total, enquanto o financiamento privado contribuía com 20,50%. Nesse período, o setor público desempenhava um papel dominante no financiamento de projetos de infraestrutura, provavelmente devido à sua capacidade de mobilizar recursos governamentais para investimentos em áreas estratégicas para o desenvolvimento nacional.

Gráfico 5 – Participação Público x Privado no Financiamento do Investimento em infraestrutura 2010-2019



Fonte: Frischtak et al (2022)

À medida que a década avançou, houve uma mudança gradual na proporção entre os dois setores. Em 2019, o financiamento público reduziu-se significativamente para 29,00% do total, enquanto o financiamento privado aumentou para 67,70% e o financiamento externo de 3,30%. Essa inversão mostra que o setor privado ganhou mais relevância como fonte de recursos para investimentos em infraestrutura, indicando uma maior participação de investidores privados em projetos nesse setor.

Essa tendência pode ser atribuída a vários fatores. O aumento da confiança dos investidores privados no ambiente de negócios, a implementação de políticas favoráveis ao investimento privado e a busca por maior eficiência na gestão dos projetos podem ter contribuído para o aumento da participação privada no financiamento de infraestrutura. Além disso, a necessidade de atrair capital privado para projetos de grande escala e complexidade também pode ter impulsionado essa mudança.

Conforme verificamos no gráfico 5 acima e na tabela 2 logo abaixo, a partir de 2015, é possível notar um esgotamento na capacidade do setor público de fornecer recursos em grande escala para os investimentos em infraestrutura no país, devido às crescentes limitações fiscais. Essa diminuição ocorreu principalmente através da restrição ao crédito concedido por bancos públicos, com destaque para o BNDES, e pela redução dos investimentos diretos financiados pelo Orçamento Geral da União (OGF). O mesmo padrão também se reflete nos desembolsos realizados pelos governos subnacionais.

Tabela 2 – Origem Desagregada dos Recursos de Investimentos em Infraestrutura (em R\$ bilhões) Público x Privado 2010-2019

Origem	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total	Origem	Fonte dos Dados
Orçamento do Governo Federal - OGF	35,51	29,70	26,94	26,35	23,72	16,77	12,48	12,32	12,50	9,92	206,21	Público	Orçamento do Governo Federal (OGF), portal Siga Brasil
Estados	16,04	7,60	5,86	10,49	11,15	5,11	4,33	4,87	4,02	3,11	72,58	Público	Portais de transparência ou Sistema Eletrônico do Serviço de Informações ao Cidadão (e-SIC)
BNDES	123,73	122,21	92,60	103,50	72,04	53,84	22,79	25,33	28,98	20,94	665,96	Público	Séries setoriais do Banco
Caixa	4,96	7,67	9,92	10,91	17,19	13,56	8,20	4,64	3,86	2,83	83,74	Público	Serviço de Informações ao Cidadão (e-SIC)
Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FIFGTS	5,95	1,63	5,61	5,73	4,21	0,97	0,91	0,00	0,00	0,00	25,01	Público	Relatórios de Gestão do Fundo
Instituições Multilaterais	8,31	4,51	6,65	5,06	5,64	5,21	7,53	1,91	6,61	4,17	55,60	Privado	Empréstimos do Banco Internacional de Desenvolvimento (BID), do Banco Mundial, da International Finance Corporation (IFC), do Forplata, da Corporação Andina de Fomento e do Banco de Desenvolvimento do BRICS
Fundos de Investimento em Participação - FIPs	3,21	4,94	1,81	4,27	1,03	4,08	1,40	6,28	3,68	10,15	40,85	Privado	Anbima (considerando os 81 FIPs mais relevantes na área de infraestrutura)
Capital próprio	43,89	45,69	49,19	55,28	56,60	48,83	46,84	41,32	41,17	41,62	470,43	Privado	Private Participation in Infrastructure (Banco Mundial) ¹
Debêntures incentivadas	0,00	0,00	1,70	5,75	4,57	7,71	4,94	7,44	24,81	30,69	87,61	Privado	Boletim de Mercado de Capitais/Anbima
Debêntures convencionais	3,21	1,87	9,25	3,60	9,35	3,57	2,67	2,20	2,61	3,56	41,89	Privado	Boletim de Mercado de Capitais/Anbima

Fonte: Frischtak et al (2022)

¹estimação baseada no percentual setorial de utilização de capital próprio em projetos de infraestrutura, aplicado aos valores de investimento de empresas públicas e privadas da base de execução

Conforme tabela 2, percebemos que o financiamento proveniente de fontes externas, como instituições multilaterais, apresentou variações em torno da média de R\$ 5,56 bilhões, diminuindo ao longo dessa década, da mesma forma que os recursos de capital próprio. Em contrapartida, os Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e, principalmente, as debêntures ganharam uma parcela significativa de participação no mercado. Embora os FIPs tenham registrado um crescimento anual médio de 13,7% durante esse período, ainda representam menos de 10% do financiamento total para infraestrutura.

O capital próprio continua sendo uma fonte importante. Essa tendência pode ser explicada pela substituição de recursos públicos por privados, uma vez que, com a expansão de

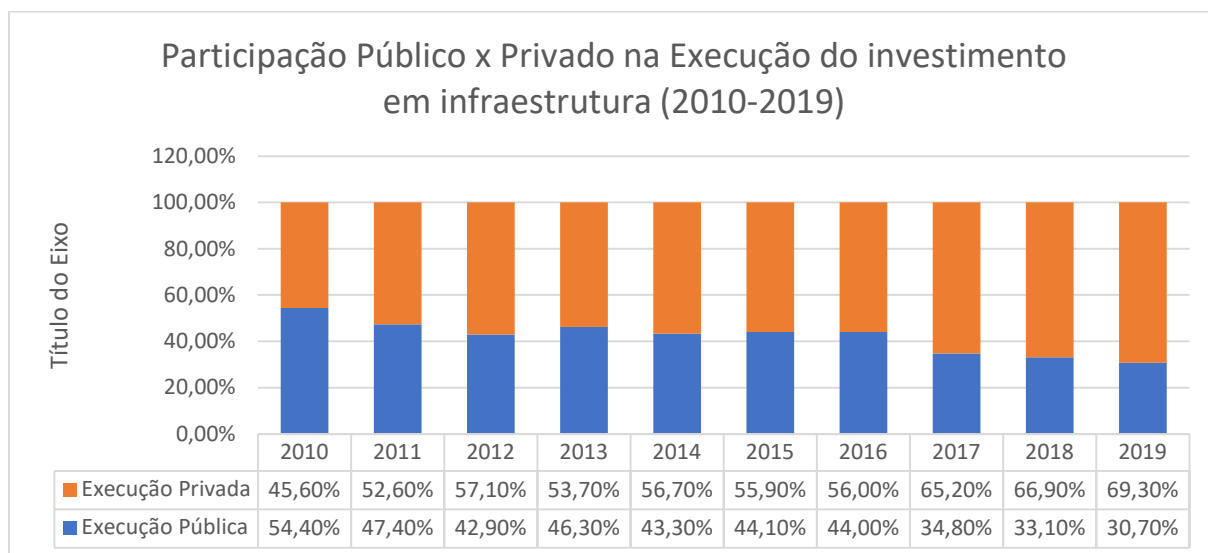
novos instrumentos de financiamento, as empresas privadas não precisaram alocar tanto capital próprio.

Contudo, o principal impulsionador da substituição de recursos públicos por privados nos últimos anos foram as debêntures destinadas a projetos de infraestrutura. A combinação das duas categorias de debêntures - convencionais e de infraestrutura, cresceu de R\$ 3,21 bilhões em 2010 para R\$ 34,26 bilhões em 2019, registrando um aumento anual de 30,1%. De fato, as debêntures foram o instrumento de financiamento que mais cresceu na última década.

Essa evolução na composição do financiamento de infraestrutura ao longo da década destaca a importância de se estabelecer um ambiente regulatório favorável e mecanismos adequados para atrair ainda mais investimentos do privado.

O gráfico abaixo nos traz uma comparação da participação pública e privada na execução do investimento em infraestrutura entre os anos de 2010 e 2019 evidenciando mudanças significativas na gestão e execução dos projetos ao longo da década.

Gráfico 6 – Participação Público x Privado na Execução do Investimento em infraestrutura 2010-2019



Fonte: Frischtak et al (2022)

Em 2010, a execução pública era responsável por 54,4% dos investimentos em infraestrutura, enquanto a execução privada contribuía com 45,6%. Nesse período, a execução pública ainda predominava na condução dos projetos, provavelmente devido ao papel central do governo na formulação e implementação de políticas e projetos de infraestrutura.

Ao longo dos anos, houve uma tendência de aumento na participação da execução privada. Em 2019, a execução pública reduziu-se para 30,7%, enquanto a execução privada aumentou para 69,3%. Essa inversão destaca uma maior participação do setor privado na condução e execução de projetos de infraestrutura, refletindo uma crescente confiança e capacidade do setor privado para assumir um papel mais ativo no desenvolvimento da infraestrutura do país.

A busca por maior eficiência e agilidade na execução dos projetos, a transferência de riscos para o setor privado e a capacidade do setor privado de mobilizar recursos financeiros e expertise técnica podem ter impulsionado a participação privada na execução dos investimentos em infraestrutura.

Além disso, a crescente parceria público-privada e o incentivo do governo à participação do setor privado por meio de concessões e projetos de parceria público-privada também podem ter contribuído para esse aumento. A participação privada na execução de projetos de infraestrutura pode proporcionar maior inovação, qualidade e eficiência, impulsionando o desenvolvimento econômico e melhorando a infraestrutura do país de forma mais ágil e eficaz. No entanto, é essencial que o setor público desempenhe um papel de regulação, monitoramento e controle adequado para garantir a qualidade e a transparência dos projetos executados pelo setor privado.

2.5.1 – Formas convencionais de obtenção de recursos

O mercado de crédito contemporâneo está progressivamente mais dinâmico e criativo, com tal intensidade para pessoa física assim como para pessoa jurídica. Concisamente, a captação de recursos é uma oportunidade para ajudar uma companhia em uma conjunção de desequilíbrio momentâneo ou otimizar projetos onde esse valor captado se torna uma aquisição relevante para o planejamento estratégico da empresa. Em outras palavras, a arrecadação de recursos visa a busca por valores tendo em vista o atingimento de determinado objetivo em seu empreendimento.

São várias as maneiras de como as empresas se financiam, alguns fatores podem ser elencados como relevantes, tais como o setor em que operam, o tamanho da empresa, entre outros.

Convencionamos assumir neste texto fontes de financiamento elencadas em fontes de curto e longo prazo, algumas delas consistindo em recursos próprios e outras de terceiros.

Conforme indica Assaf Neto em seu livro *Mercado Financeiro* (2018) os principais financiamentos no mercado de capitais são:

➤ Financiamento de capital de giro: a obtenção de financiamento para cobrir o capital de giro é uma prática comum, sendo intermediada por bancos comerciais/múltiplos e instituições financeiras de investimento. O objetivo é atender às demandas de recursos necessários para o ciclo operacional das empresas. Essas transações geralmente se enquadram em um período de reembolso que varia entre 6 e 24 meses, permitindo que os pagamentos sejam efetuados em um único montante ao término desse intervalo ou por meio de parcelas regulares em intervalos como mensais ou trimestrais. As garantias requisitadas comumente incluem duplicatas, avais ou até mesmo a hipoteca de bens reais.

➤ Operações de repasses: as operações de repasse correspondem a empréstimos obtidos por instituições financeiras do mercado de capitais e posteriormente transferidos a empresas que necessitam de financiamento para projetos de prazo longo (Assaf Neto, 2018).

➤ Arrendamento mercantil: a operação de leasing pode ser entendida como uma modalidade específica de financiamento. Em essência, essa prática envolve a celebração de um contrato de arrendamento entre um cliente (arrendatário) e uma empresa de leasing (arrendadora). O objetivo é permitir que o arrendatário utilize um determinado ativo por um período predefinido, com o pagamento sendo realizado sob a forma de aluguel. As parcelas do aluguel, frequentemente chamadas de contraprestações, geralmente são mensais, uniformes e sequenciais, embora outras modalidades de pagamento também possam ser estabelecidas. Essa forma específica de leasing é conhecida como leasing financeiro, e é amplamente adotada no contexto brasileiro (Assaf Neto, 2018).

Oferta pública de ações: as ações são introduzidas no mercado primário por meio de instituições financeiras do mercado de capitais que possuem a devida autorização. Estas instituições podem ser um banco de investimento, um banco de desenvolvimento ou uma corretora (Assaf Neto, 2018).

Debêntures: Em sua essência, trata-se de um mecanismo no qual a parte que solicita financiamento (quem emite o título) se compromete a reembolsar ao investidor

(detentor da debênture) o montante investido, acrescido dos juros, em uma data acordada previamente.

Securitização de recebíveis: securitização compreende a conversão de um ativo futuro em um título ou instrumento financeiro, que é então negociado nos mercados financeiros.

Mercado de bônus (bonds): basicamente, são instrumentos de renda fixa que representam obrigações financeiras de maior prazo, sendo emitidos diretamente pelas entidades que necessitam dos fundos. Normalmente, não possuem respaldo em garantias reais, mas ocasionalmente podem ser transacionados com respaldo de garantia fornecida por meio de fiança bancária (Assaf Neto, 2018).

Forfaiting: No mercado de *forfaiting*, ocorrem as transações envolvendo títulos de crédito e acordos que representam vendas para o exterior efetuadas por companhias do Brasil. Esse mercado oferece um método de financiamento rápido, destinado a fortalecer o capital de giro das empresas exportadoras que possuem esses títulos de crédito como ativos (Assaf Neto, 2018).

O aporte com crédito próprio pode ser considerado o preliminar modo de obtenção de valores financeiros para a entidade. Acompanhando um fundamento compreensível, é evidente que ter um montante à disposição para interceder na empresa depende de uma infinidade de momentos e oportunidades singulares. Desse modo, esse é um formato de captação evocada hipoteticamente para negócios mais consolidados.

Considerando a lógica de empresas familiares, pode surgir como opção a forma de aporte oriundo de outras empresas de familiares ou parceiros comerciais, considerada pouco atrativa, constituindo, portanto, uma boa oportunidade dentre as possibilidades para aquisição de instrumentos financeiros por não precisar defrontar-se com o arcabouço burocrático das instituições financeiras (como por exemplo os bancos). No entanto, é importante atentar pois investimentos em infraestrutura envolvem quantias relevantes (na maior parte das situações), além de ser um investimento de longo prazo.

Recorrer às operações de crédito de instituições financeiras e credores convencionais possivelmente é uma das formas mais difundidas e decerto mais procuradas de obter financiamento no país. Como cada companhia dispõe de uma circunstância monetária e financeira específica, é impreterível que esse gerenciamento esteja harmonizado para escolher as melhores estratégias empresariais. Outrossim, lograr êxito na contratação de uma operação de crédito é uma maneira de demonstrar a outros possíveis investidores que a empresa e o projeto são robustos, e que a empresa dispõe de boas práticas empresariais e de gestão de caixa.

Afinal de contas, uma instituição financeira de confiança nacional está endossando o projeto a empresa.

Outra opção seria captar recursos com venture capital. O capital de risco é um fundo de investimento de alto risco voltado para instituições que pretendem, para além de realizar aporte de capital financeiro em um negócio, pensam nessa configuração de captação de recursos por também ser possível contribuir com a administração do negócio. Normalmente os investidores buscam investir seu capital em empreendimentos iniciantes e PMEs (pequenas e médias empresas) com forte potencial de retorno ajustado ao risco.

O investimento de um membro societário representa a possibilidade de ser uma boa ocasião para arrecadar recursos, pois ele pode adentrar no negócio com o capital. Via de regra, um parceiro é uma ótima forma de captação de recursos se você precisar de alguém para complementá-lo na administração do seu negócio. Assim, um sócio entra em um empreendimento para prosperar com o negócio e, portanto, possui interesse em renda de longo prazo, distribuindo capital gradualmente.

Investir em um IPO oferta pública inicial tem potencial como maneira de captar fundos. O *initial public offering* (IPO) é o processo financeiro em que ações da empresa são listadas em bolsa. De modo convergente, é bastante provável que o IPO seja uma das alternativas elegíveis na busca por novos fundos com finalidade de aplicar no desenvolvimento da companhia. Ademais, isso possibilita uma garantia de liquidez com intuito de aplicar o capital em outros projetos, o que pode abrir possibilidades para a diversificação do patrimônio. Apenas empresas já muito bem estruturadas consideram a possibilidade de IPO, visto que há um encadeamento de requisitos extremamente exigentes para que uma empresa possa ser listada em bolsa de valores. (custo alto!)

De acordo com Assaf Neto (2018), a oferta pública de ações, trata-se de uma operação que segue o padrão característico das empresas de capital aberto. A emissão e distribuição de novas ações no mercado representam uma das estratégias mais benéficas à disposição dessas empresas para adquirir fundos, e é necessário que tal processo esteja em conformidade com as diretrizes legais. Nesse sentido, se a empresa busca obter financiamento através de uma chamada de capital, ela irá abordar uma instituição financeira especializada do mercado de capitais para coordenar a operação, oferecendo a venda do conjunto de novas ações recém-emitidas. Esse procedimento é conhecido como subscrição de ações.

Há também o financiamento através das instituições financeiras públicas, com destaque para o BNDES.

Considerando as palavras de Pereira e Miterhof (2018), o BNDES obteve aportes de longo prazo do Tesouro Nacional com a finalidade de alongar suas fontes de recursos, tendo em conta o custo financeiro da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). Desse modo, completaram os autores, o BNDES atuou como um relevante expediente do empenhamento contracíclico implementado pelo governo federal entre os anos de 2009 e 2012 com a finalidade de confrontar as sequelas perniciosas da instabilidade econômica e financeira internacional estabelecida em 2007/2008.

Vale a pena apontar que cada empresa possui características que as diferenciam das demais, portanto podem ter suas próprias necessidades e estratégias de financiamento e adotar suas próprias soluções.

2.6 – A Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP e a Taxa de Longo Prazo – TLP

Diferentemente dos anos anteriores, a partir de 2016 o governo praticou uma política de participação menor do governo no mercado, inclusive reduzindo investimentos públicos em infraestrutura.

A partir dos anos de 2015 e 2016, o Brasil vivenciou profundas mudanças político-institucionais, acarretando impactos significativos na política econômica e na utilização dos mecanismos de financiamento de longo prazo. As múltiplas crises, incluindo a política, econômica e fiscal, foram os principais direcionadores da transformação das políticas voltadas para os setores de infraestrutura. Um marco crucial foi a substituição da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) por uma taxa mais alinhada com as taxas de mercado, a Taxa de Longo Prazo (TLP) - uma mudança que buscava marcar o fim da política de crédito subsidiado a partir de 2017. Além disso, somou-se a esse contexto a redução da taxa básica de juros, iniciada no mesmo ano, o que resultou no aumento da participação do mercado de capitais nos financiamentos. Tais transformações influenciaram significativamente o cenário econômico e a forma como os projetos de infraestrutura foram financiados.

2.6.1 – A TJLP

A TJLP - Taxa de Juros de Longo Prazo, foi estabelecida pela Medida Provisória Nº 684, de 31 de outubro de 1994, entretanto, foi utilizada concretamente a partir de 1995 e prolongando-se até 2017. É relevante salientar que a TJLP será mantida até o fim da vigência

dos contratos anteriores à 1º de janeiro de 2018, portanto continua a ser calculada e divulgada pelo CMN trimestralmente, e obedecendo as regras contidas na Lei nº 10.183, de 2001.

A TJLP era apurada de acordo com a metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional – CMN e divulgada pelo Banco Central do Brasil até o último dia útil do trimestre imediatamente anterior ao de sua vigência conforme artigo 2ª da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996 (redação dada pela nº Lei 13.483, de 21 de setembro de 2017). De acordo com o artigo 1º da Lei nº 9.365, de 1996, a TJLP, a partir de 1º de outubro de 1999, seria calculada a partir da meta de inflação fixada pelo CMN e do prêmio de risco (redação dada pela Lei nº 10.183, de 12 de fevereiro de 2001).

Depois de publicada no mês de novembro de 1994, a TJLP foi estabelecida como custo básico dos financiamentos ofertados pelo BNDES. Subsequentemente convertida na Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996, a MP 684 estabeleceu, portanto, a TJLP com a finalidade de balizar o custo de oportunidade dos financiamentos de longo prazo no país, particularmente com recursos de caráter público.

Não obstante, a taxa recebeu modificações no decurso de sua vigência. Dessa maneira, a primeira alteração veio por meio de uma Medida Provisória em dezembro de 1998, na sequência surge outra, imediatamente no ano subsequente, em 1999, sendo convertida em lei em meados de 2001.

Efetivamente, a Taxa de Juros de Longo Prazo só vigorou unicamente até o último dia de dezembro de 2017. A contar do ano de 2018, a TJLP cedeu seu lugar para a TLP - Taxa de Longo Prazo, nos novos financiamentos realizados pelo BNDES.

Concomitantemente em que se interrompem os “subsídios” implícitos aos novos financiamentos, esses serão efetivados em taxas fixas de juros, concebidas com base no retorno das NTN-B vigente na eventualidade da pactuação dos créditos, adicionado dos spreads aplicáveis. Essa taxa fixa será sustentada por toda a extensão da vida dos contratos de empréstimos, recaindo sobre o principal indexado ao IPCA (Pereira & Miterhof, 2018).

Considerando um financiamento público efetuado pela empresa pública federal, a companhia que apanhava capital emprestado o quitaria utilizando a TJLP sobre o montante oferecido, no mínimo. Nesta oportunidade, a Taxa de Juros de Longo Prazo, ou TJLP, era a taxa de juros exigida, pelo governo nas operações realizadas pelo BNDES, como regra.

A Lei nº 9.365, de 1996 em alteração dada pela Lei nº 10.183, de 2001, estabeleceu em seu artigo 1º que a TJLP seria calculada seguindo os seguintes parâmetros: a) meta de inflação calculada pro rata para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência

da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional; b) prêmio de risco.

Para além de ter em consideração as metas anuais de inflação, o BNDES também acrescentava ao TJLP um prêmio de risco. Esse incremento levava em conta a média dos últimos seis meses da parte real da NTN-B de três anos. Tendo em consideração ainda que quando a média dos últimos seis meses da parte real da NTN-B de três anos é igual ou superior a 4%, o valor do prêmio de risco é reduzido em 2 pontos percentuais. Mas quando a média é inferior a 4% o valor do prêmio de risco deve ser dividido por 2, conforme definido na Resolução nº 4.645, de 16 de março de 2018, do CMN.

Ao longo do período de utilização da TJLP (1995 a 2017) a economia do Brasil passou por modificações, neste período, a política monetária adotada pelo Banco Central teve atuação primordial na evolução das taxas de juros. Assim, vale a pena mostrar alguns gráficos comparativos (período 1994 a 2017) da TJLP em relação a duas outras taxas de mercado, SELIC e CDI.

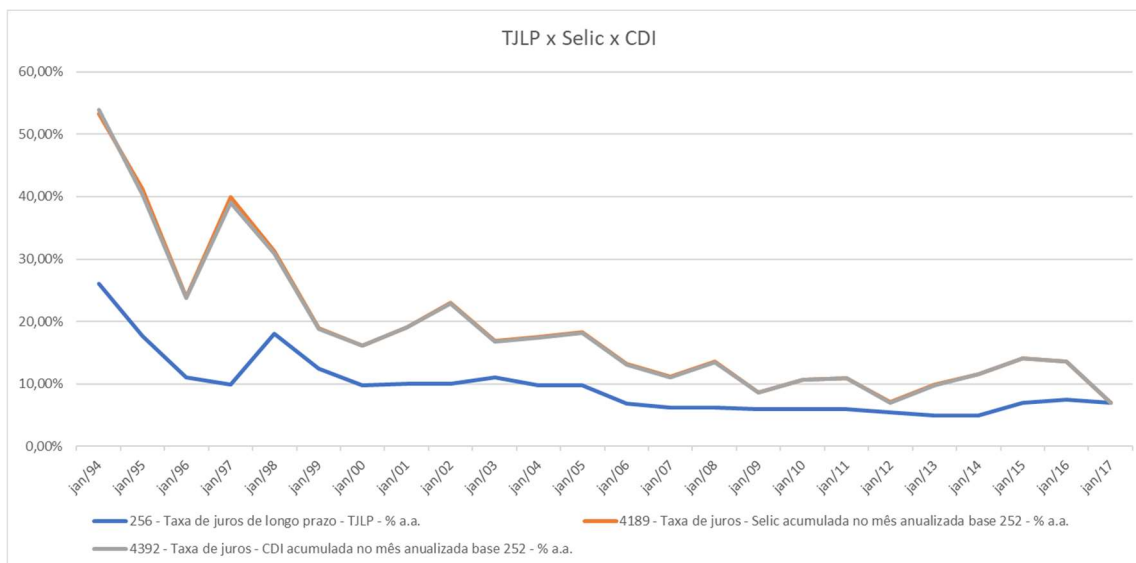
Primeiramente, ao comparar a taxa (TJLP) utilizada pelo BNDES como referência para as operações de longo prazo, com o CDI (Certificado de Depósito Interbancário utilizada como referência para remuneração de investimentos no mercado financeiro) e com a Selic que é a taxa básica de juros da economia brasileira, (Comitê de Política Monetária do Banco Central define a meta da taxa Selic, a taxa Selic mesmo é definida em mercado), percebe-se que as taxas passaram por variações significativas.

Tabela 3 – Comparativo TJJ x Selic x CDI (1994-2017)

Data	256 - Taxa de juros de longo prazo - TJLP - % a.a.	4189 - Taxa de juros - Selic acumulada no mês anualizada base 252 - % a.a.	4392 - Taxa de juros - CDI acumulada no mês anualizada base 252 - % a.a.
dez/94	26,01%	53,25%	53,92%
dez/95	17,72%	41,22%	40,34%
dez/96	11,02%	23,94%	23,74%
dez/97	9,89%	39,87%	38,98%
dez/98	18,06%	31,24%	30,89%
dez/99	12,50%	18,99%	18,77%
dez/00	9,75%	16,19%	16,13%
dez/01	10,00%	19,05%	19,05%
dez/02	10,00%	23,03%	22,91%
dez/03	11,00%	16,91%	16,81%
dez/04	9,75%	17,50%	17,46%
dez/05	9,75%	18,24%	18,15%
dez/06	6,85%	13,19%	13,14%
dez/07	6,25%	11,18%	11,11%
dez/08	6,25%	13,66%	13,49%
dez/09	6,00%	8,65%	8,61%
dez/10	6,00%	10,66%	10,64%
dez/11	6,00%	10,90%	10,87%
dez/12	5,50%	7,16%	6,94%
dez/13	5,00%	9,90%	9,78%
dez/14	5,00%	11,58%	11,51%
dez/15	7,00%	14,15%	14,14%
dez/16	7,50%	13,65%	13,63%
dez/17	7,00%	7,00%	6,99%
Fonte	BCB-Demab	BCB-Demab	BCB-Demab

A tabela acima, bem como o gráfico logo abaixo apresentam uma comparação das taxas de juros TJLP, Selic e CDI acumuladas com base em 252 dias úteis, com período compreendido no período de dezembro de 1994 a dezembro de 2017.

Gráfico 7 – Comparativo TJLP x Selic x CDI



Fonte: Banco Central

Podemos notar no gráfico acima que houve uma sobreposição das retas referentes as taxas CDI e Selic devido ao comportamento similar das duas taxas ao longo do período analisado.

Em resumo é possível identificar que a TJLP apresentou taxas menores em comparação com a Selic e o CDI, visto que a TJLP é uma taxa subsidiada pelo governo e é utilizada para operações de crédito de longo prazo. De outra feita, a Selic e o CDI são taxas de juros referência para o mercado financeiro, sendo comumente utilizadas como base para outras taxas de juros.

2.6.2 – Início da TLP

Uma das medidas econômicas aprovadas no fim de 2017 foi o fim da Taxa de Juros de Longo Prazo utilizada pelo BNDES, passando a ser utilizada a Taxa de Longo Prazo, a partir de 2018.

A mudança de TJLP para TLP corresponde numa repercussão considerável para as novas transações de empréstimos, mas também para a economia brasileira, não obstante a semelhança do nome. Procurando moderar, em certa medida, a interferência política ao redor dos recursos públicos, a troca de uma taxa de juros para outra também contava com o propósito de conciliar as operações do BNDES com a conjuntura do mercado à época.

Nesta perspectiva, a TLP é a taxa de longo prazo que sucedeu a nas principais fontes de financiamentos de longo prazo, sejam eles diretos ou indiretos, nos contratos pactuados a começar de janeiro de 2018.

Em suma, do primeiro dia de 2018 em diante, todos os empréstimos e financiamentos que foram firmados no BNDES tiveram que ser constituídos e exigidos com base nesta nova taxa.

A transformação de uma taxa de juros para outra teria a finalidade de acomodar a operação do BNDES com o cenário existente do mercado – buscando reduzir, de certa forma, a ingerência política sobre a utilização dos recursos públicos. Assim imaginavam os agentes governamentais protagonistas das discussões sobre a mudança em questão.

De maneira oposta da antiga TJLP que era definida de forma quase ad hoc (apesar de ter uma suposta fórmula na Lei), a TLP é uma taxa de mercado, calculada pela meta de inflação e a curva da NTN-B6.

À vista disso, a TLP é uma nova taxa de juros básica que foi criada pelo Governo em janeiro de 2018. Que nasceu com a finalidade principal de adequar os juros do crédito do BNDES aos juros de mercado, que são os comumente praticados no mercado.

Isto posto, tem o significado de que na totalidade das operações financeiras e operações de empréstimos envolvendo o BNDES, essa taxa passou a ser empregada em todos os contratos acertados pelo banco, a datar do primeiro mês de 2018.

Em suma, o intuito consistia em diminuir as despesas fiscais associadas aos subsídios, sobretudo nos procedimentos conduzidos pelo BNDES. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social teria que competir com o mercado, seguindo as mesmas taxas. Essa medida proporcionou a abertura para potenciais novos participantes no setor de financiamentos de prazo estendido, ao mesmo tempo em que fomentou o crescimento do mercado de capitais.

Igualmente é valoroso constatar que o TLP é um dos componentes que estruturam a taxa de juros final adotada em operações bancárias. Ao lado dela também são compreendidas os rendimentos dos bancos (spreads) e a taxa de risco de crédito das operações. Essa última taxa é possível sofrer variação em conformidade com a quantia emprestada, o perfil dos clientes e a natureza da operação.

⁶ “ $TLP = IPCA \times TLP\text{-Pré} (1)$ ”

(1) Taxa de juros reais prefixadas pelo Bacen x Fator de Redução (2018) = “ α ” = 0,57. O fator de redução da taxa de juro real da NTN-B de cinco anos, denominado alfa (α) é válido por um ano e sobe progressivamente até 2023, quando a TLP-Pré igualará a taxa de juro real da NTN-B. (site BNDES)”

A considerável discrepância entre as duas taxas é que de um lado a TJLP era calculada a partir da estimativa de inflação dos doze meses subsequentes mais uma taxa de risco, um tanto quanto subjetiva. Por seu turno, a TLP é estabelecida precipuamente pela inflação corrente dada pelo IPCA. De mais a mais, na nova TLP também contempla o aditamento da taxa de juros de cinco anos da NTN-B.

A substituição da TJLP pela TLP pode ser considerado um ajuste do governo federal para tentar solucionar o provável incômodo na relação entre o custo de obtenção e a sustentabilidade das atividades operacionais do BNDES. Destarte, a TLP emprega as taxas da NTN-B – isto significa que, utiliza os idênticos juros pagos pelos títulos públicos federais. Por esta razão, a mudança estipula uma exigência de juros mais equânime e apropriada com o que é executado pelo mercado.

Por consequência, o governo não terá mais que arcar com juros subsidiados, uma vez que a concessão de empréstimos será mais avizinhada com o custo de captação do governo. Para além disso, é significativo abordar a questão da transparência. Quando o governo tem a intenção de subsidiar financiamentos para infraestrutura, por exemplo, essa ação deve ser realizada por meio do orçamento, ao invés de utilizar uma taxa subsidiada, o que não esclarece claramente o montante que a sociedade está efetivamente custeando para tal finalidade.

Para além disso, cabe comentar que o desenho anterior era mais difícil para a sociedade entender o real impacto da TJLP no orçamento público (quando o governo subsidia financiamentos de infraestrutura através de uma taxa subsidiada). Podendo serem vistas como pouco transparente, visto que os detalhes mais complexos não são facilmente compreendidos por parte da sociedade.

Ao passo que, quando o governo subsidia o financiamento em infraestrutura por intermédio do orçamento, a população tem acesso às informações mais detalhadas sobre os objetivos dos projetos e sobre o que está sendo dispendido, colaborando na construção de uma relação de confiança entre governo e população, uma vez que todos têm acesso às informações necessárias para avaliar o impacto e a eficiência do programa. E dada a escassez orçamentária dos últimos anos, explicitar os reais gastos do governo ajudam a sociedade a definir as suas prioridades.

Em suma, a transparência enquanto característica relevante para a gestão pública, permite que a sociedade possa monitorar a aplicação dos recursos públicos.

A alteração da TJLP para TLP igualmente favorece o Fundo de Amparo ao Trabalhador - FAT. O fundo, que é a proveniência de parte dos recursos operados pelo BNDES,

encontrava-se apresentando déficits reiteradas vezes pela eventualidade da aplicação TJLP. Prontamente, acompanhado por uma nova taxa, o FAT em linha indireta conquista mais fôlego no sentido de custear suas próprias atividades – tal como os desembolsos referentes ao pagamento de seguros-desemprego, a título de exemplo. Não obstante, nos contratos pretéritos a TJLP é a taxa que prossegue em vigor, por oportuno, até a finalização do pagamento.

2.7 – A realidade versus a necessidade de investimentos em infraestrutura no Brasil

O Brasil, ao longo dos anos, registrou um investimento relativamente modesto em sua infraestrutura, resultando em uma relação investimento-PIB que mal ultrapassou a marca de 2% durante as últimas duas décadas. Para efetivamente suprir as carências existentes e almejar a universalização dos serviços para toda a população, estudos indicam que seria necessário direcionar cerca de 4,12% do PIB para investimentos no setor ao longo de duas décadas consecutivas de acordo com os estudos de Frischtak *et al* (2022).

Ainda de acordo com o citado autor, esse estoque-alvo de infraestrutura, essencial para um país de dimensões continentais como o Brasil, pressupõe não apenas uma melhoria na governança dos investimentos, abrangendo seu planejamento, execução e operação, mas também reconhece a necessidade de um redirecionamento para a participação mais substancial do setor privado nos investimentos e financiamentos setoriais.

Nesse cenário, torna-se evidente que o setor público enfrenta limitações fiscais que impedem uma expansão significativa dos investimentos. Assim, a responsabilidade de alavancar a ampliação dos investimentos setoriais recai, em grande medida, sobre o setor privado. A busca por parcerias público-privadas, concessões e outras formas de colaboração torna-se crucial para viabilizar projetos que transcendam as limitações fiscais e permitam o avanço necessário na infraestrutura. Ainda que existam exceções, notadamente em projetos de alto impacto social e retorno substancial, nos quais o setor público pode desempenhar um papel mais ativo no financiamento, a interação entre os setores público e privado emerge como o caminho mais realista para promover a transformação estrutural almejada.

A discrepância crescente entre a infraestrutura existente e as demandas em constante evolução destaca de maneira incontestável a urgência de um comprometimento mais robusto com investimentos em infraestrutura no Brasil. Esta defasagem estrutural coloca em evidência a necessidade inadiável de direcionar recursos significativos para melhorias nas diversas áreas. Além disso, tal situação impacta diretamente na economia do país, prejudicando

sua competitividade no cenário global e afetando negativamente o crescimento econômico, minando a atração de investidores estrangeiros.

Uma área crítica que requer atenção imediata é a de transporte e logística, conforme estudo da Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base – ABDIB, o investimento necessário seria 2,26% do PIB, e o investimento realizado em 2021 foi apenas 0,35% do PIB. A infraestrutura precária, especialmente em termos de estradas, ferrovias e portos, resulta em custos excessivos e ineficiências logísticas, obstaculizando a movimentação eficaz de mercadorias e a distribuição interna de produtos. Ademais, a insuficiência de investimentos em energia (necessário 0,84% do PIB e o realizado em 2021 foi de 0,77% do PIB) e telecomunicações (necessário 0,76% do PIB e o realizado em 2021 foi de 0,39% do PIB) se apresenta como um obstáculo ao desenvolvimento, uma vez que a crescente demanda por energia e conectividade digital exige sistemas mais robustos e resilientes para sustentar as necessidades atuais e futuras da sociedade.

Tabela 4 – Investimentos realizados em 2021 x Investimentos Necessários

SETOR	Investimentos REALIZADOS (2021)		Investimentos NECESSÁRIOS	
	em R\$ bilhões	em % PIB	em R\$ bilhões	em % PIB
Transportes/ Logística	R\$ 30,10	0,35%	R\$ 196,20	2,26%
Energia Elétrica	R\$ 67,20	0,77%	R\$ 72,90	0,84%
Telecomunicações	R\$ 33,80	0,39%	R\$ 66,00	0,76%
Saneamento	R\$ 17,10	0,20%	R\$ 39,10	0,45%
TOTAL	R\$ 148,20	1,71%	R\$ 374,20	4,31%

Fonte: ABDIB

Os desafios urbanos também clamam por investimentos substanciais. Com o rápido crescimento das cidades, a infraestrutura para abastecimento de água, tratamento de esgoto, transporte público e habitação torna-se inadequada, comprometendo a qualidade de vida dos cidadãos. Setores fundamentais como saúde e educação também sofrem com a falta de modernização e expansão, prejudicando a capacidade de atender às crescentes demandas da população. Ademais, a capacidade de atrair investimentos, tanto nacionais quanto estrangeiros, está intrinsecamente ligada à qualidade da infraestrutura, que poderia servir como um indicador de estabilidade e atratividade para potenciais parceiros de negócios.

A par disso, deve-se considerar a importância de abordagens sustentáveis, a fim de minimizar os impactos ambientais negativos e assegurar a resiliência das estruturas diante de choques e perturbações. Nesse contexto, a participação cidadã no planejamento e execução

de projetos ganha relevância, garantindo que as necessidades locais sejam adequadamente atendidas.

Portanto, enfrentar a disparidade entre a realidade e a necessidade de investimentos em infraestrutura requer uma abordagem holística, planejamento de longo prazo e ações coordenadas para promover um desenvolvimento equitativo e sustentável em todo o país.

3 – Análise da Lei nº 12.431, de 2011, e demais instrumentos legais

Ao tempo da elaboração dessa relevante lei, o Brasil compreendia apropriadas perspectivas de desenvolvimento econômico, o que requisitava a concepção de uma inovação no ordenamento de financiamento para projetos de longa maturação, por intermédio do fomento da participação da iniciativa privada como origem suplementar de *funding*.

Assim, em 2011, houve uma segmentação do mercado de debêntures corporativas com a introdução das chamadas "debêntures de infraestrutura" por meio da aprovação da Lei nº 12.431, de 2011. Essas debêntures passaram a receber incentivos fiscais quando utilizadas para financiar projetos de investimento na área de infraestrutura ou projetos voltados à produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, desde que emitidas com determinadas características de longo prazo, como a não indexação a taxas de curto prazo e um prazo mínimo para seu vencimento superior a 4 anos. A emissão das debêntures pode ser feita por sociedade de propósito específico ou por concessionária, permissionária, autorizatória ou arrendatária, constituídas sob a forma de sociedade por ações.

3.1 – Debêntures e seu papel no mercado de capitais

Antes de adentrarmos nos aspectos da Lei nº 12.431, de 2011, e sobre as debêntures incentivadas, cabem algumas considerações sobre debêntures e seu papel no mercado de capitais.

Debêntures são títulos emitidos por empresas que são negociados no mercado de capitais. Em certo sentido, seu procedimento é congênere ao funcionamento dos títulos públicos negociados no mercado de balcão. Mas, em vez de financiamento da administração pública, no mercado primário, quem adquire debêntures concede, empresta dinheiro a uma empresa para finalidade específica, como por exemplo, a construção de uma nova fábrica, a expansão de operações no exterior, a execução de novos grandes investimentos, ou até mesmo com a finalidade de continuidade de projetos já existentes.

Outra analogia que podemos traçar é entre as debêntures e as ações. Embora as ações possam ser definidas genericamente como títulos emitidos por uma empresa, é premente que se atente para o fato de que as ações representam frações do capital de uma organização empresarial, ao passo que as debêntures são papéis de dívida.

As debêntures são categorizadas como investimentos de renda fixa de longo prazo, de modo diverso, as ações são classificadas como investimento de renda variável. Significa dizer que, quem investe em uma debênture já sabe desde o início por quanto tempo o dinheiro precisará ficar aplicado e qual será a remuneração sobre o capital aplicado ao final desse período. Por derradeiro, cabe registrar que as regras relacionadas às debêntures (como por exemplo prazos e o formato da remuneração) são definidas e registradas desde o momento de sua emissão pela empresa.

As debêntures são instrumentos financeiros com base legal prevista no artigo 52 e seguintes da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades anônimas. Esses títulos representam uma alternativa para a captação de recursos da poupança popular, diferentemente das ofertas públicas de ações realizadas na Bolsa de Valores.

No entanto, no Brasil, o elevado custo associado à abertura de capital na Bolsa torna essa alternativa acessível principalmente para grandes empresas. Isso cria uma limitação aos instrumentos de captação disponíveis para as empresas de menor porte ou mesmo para aquelas de grande porte, mas com capital fechado. Em virtude dessas restrições, as debêntures surgem como uma opção viável para essas empresas obterem financiamento, permitindo a diversificação das fontes de recursos e impulsionando o desenvolvimento econômico ao tornar mais abrangente o acesso ao mercado de capitais (Najan, 2020).

A emissão de debêntures pode ser comparada a um contrato de financiamento, similar a um contrato de empréstimo com uma instituição financeira. Essa emissão pode ter como finalidade o financiamento de projetos específicos da empresa ou mesmo a obtenção de capital de giro para cobrir despesas fixas e recorrentes. Ao emitir esses títulos, a empresa emissora assume o compromisso de remunerar os debenturistas de acordo com os termos e custos estabelecidos previamente, o que equivale a uma obrigação de pagamento em determinado prazo.

Os dados relativos ao potencial de emissão de debêntures para projetos de infraestrutura já autorizados, segmentados por setor, são os seguintes: 1. o setor de energia representa a maior parcela desse potencial, com um valor de R\$185.134,40 milhões, o que corresponde a aproximadamente 72,4% do total; 2. o setor de transporte e logística ocupa a segunda posição em termos de potencial de emissão de debêntures, com um montante de R\$51.873,40 milhões, equivalente a cerca de 20,3% do total; 3. saneamento/mobilidade urbana, esse setor demonstra um potencial de emissão de debêntures de R\$18.244,70 milhões, representando aproximadamente 7,1% do total; e, 4. o setor de telecomunicações tem um

potencial de emissão de debêntures relativamente menor, totalizando R\$622,40 milhões, o que corresponde a cerca de 0,2% do total.

No geral, conforme tabela abaixo, os dados indicam que o setor de energia tem a maior participação no potencial de emissão de debêntures para projetos de infraestrutura já autorizados, seguido pelos setores de transporte/logística, saneamento/mobilidade urbana e telecomunicações. Esses números fornecem uma visão detalhada da distribuição desse potencial por setor e podem ser utilizados para orientar decisões de investimento e estratégias futuras no campo da infraestrutura.

Tabela 5 – Potencial de Emissão de Debêntures – Projetos de Infraestrutura já autorizados (por setor)

Potencial de Emissão de Debêntures - Projetos de Infraestrutura já autorizados (por setor)		
Setor	Aguardando Emissão (em R\$ milhões)	(%)
Energia	185.134,40	72,4%
Transporte/Logística	51.873,40	20,3%
Saneamento/Mob. Urbana	18.244,70	7,1%
Telecomunicações	622,40	0,2%
Total	255.874,90	100,0%

Fonte: Anbima e Portarias Ministeriais

Segundo Assaf Neto (2018), as debêntures são categorizadas como títulos de crédito privado, emitidos de modo exclusivo por empresas de capital aberto e comercializados principalmente entre investidores institucionais. Seu propósito principal é angariar fundos a médio e longo prazo. A emissão das debêntures por parte das empresas de capital aberto pode ocorrer de forma privada ou através de oferta pública.

No cenário de uma emissão privada, a empresa identifica antecipadamente os potenciais compradores dos títulos, geralmente representados por investidores institucionais. Por outro lado, na emissão por oferta pública, entra em jogo um intermediário financeiro, seja uma instituição ou um conjunto de instituições financeiras, que assume a responsabilidade de orquestrar a disponibilização das debêntures para os investidores do mercado. Nessa situação, conforme Assaf Neto (2018), o processo público de lançamento segue a mesma estruturação observada para as ações, sendo necessário passar pelo registro e a obtenção de autorização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Hoje em dia, as debêntures são emitidas de forma eletrônica, isto é, não existe uma forma física do título, devendo ser devidamente registradas no sistema da Cetip/SND (Sistema Nacional de Debêntures).

3.2 – Ações x Debêntures x Notas Promissórias

Ações, debêntures e notas promissórias são diferentes instrumentos financeiros utilizados por empresas para captar recursos junto a investidores no mercado de capitais. Cada um desses títulos possui características e finalidades diferentes. As ações, por exemplo, são um investimento de risco mais alto, enquanto as debêntures e notas promissórias são consideradas investimentos de risco médio.

Tabela 6 – Comparativo Ações x Debêntures x Notas Promissórias

	Ações	Debêntures	Notas Promissórias
Tipo de investimento	Renda Variável	Renda Fixa	Renda Fixa
Emissor	Sociedade Anônima	Sociedade Anônima	Qualquer empresa
Finalidade	Captar recursos	Captar recursos	Captar recursos
Retorno	Dividendos e Valorização	Juros e/ou amortização	Juros e/ou desconto
Remuneração	Não garantida	Garantida por contrato	Garantida por contrato
Risco	Alto risco	Risco médio	Risco médio
Liquidez	Alta	Média	Média
Negociação	Bolsa de Valores	Não negociável	Não negociável
Público-Alvo	Investidores com perfil de risco mais alto	Investidores com perfil de risco médio	Investidores com perfil de risco médio

Fonte: Autor

As ações são títulos de propriedade de uma empresa. Ao comprar ações, o investidor se torna sócio da empresa e tem o direito de receber dividendos e participar das decisões da empresa. As ações são um investimento de risco mais alto, pois seus retornos não são garantidos e dependem do desempenho de empresa no mercado.

As ações representam partes do capital social de uma sociedade anônima, e são caracterizadas por serem valores negociáveis distribuídos aos acionistas conforme o montante de dinheiro investido por cada um. Esses títulos podem ser emitidos com ou sem valor nominal, conforme estabelecido no estatuto da empresa. No caso de emissão com valor nominal, todas as ações têm o mesmo valor e não é permitido emitir novas ações com valores diferentes. Por outro lado, quando as ações não possuem valor nominal, o preço de emissão é definido pelos fundadores da empresa e, em caso de aumento de capital, pela assembleia geral de acionistas ou pelo Conselho de Administração. Nesse tipo de emissão, a empresa tem a liberdade para

estabelecer qualquer valor para suas ações, sem a obrigatoriedade de respeitar um valor mínimo, diferentemente do que ocorre nas ações com valor nominal (Assaf Neto, 2015, 2018).

As notas promissórias são títulos de dívida emitidos por empresas. Ao comprar notas promissórias, o investidor empresta dinheiro para a empresa e recebe juros e/ou desconto sobre o valor nominal da nota. As notas promissórias são um investimento de risco médio, pois os retornos são garantidos por contrato, mas ainda assim existe um risco de inadimplência por parte da empresa. As notas promissórias podem ser emitidas por qualquer empresa e não precisam ser registradas na CVM.

Notas promissórias são instrumentos de crédito emitidos com o objetivo de captar recursos públicos para o capital de giro das empresas. Esses títulos são negociados no mercado e representam uma importante forma de financiamento para companhias de capital aberto, que buscam uma alternativa ao sistema bancário (Assaf Neto, 2018). Em comparação com as operações tradicionais de empréstimos, as notas promissórias geralmente oferecem vantagens como menor custo financeiro e maior agilidade na obtenção de recursos, graças à eliminação da intermediação bancária. Empresas que necessitam de recursos de curto prazo podem lançar títulos de sua própria emissão para investidores do mercado, enquanto aquelas envolvidas em empréstimos maiores e de prazos mais longos podem recorrer à captação ágil.

Junto aos juros pagos, a empresa emissora incorre em despesas de emissão, como registro e publicações. As notas promissórias são negociadas sem garantia real, embora possam oferecer garantia de fiança bancária. No mercado, esses títulos são comercializados com um valor descontado (deságio) e posteriormente recomprados pela empresa emitente pelo seu valor de face (valor nominal). Ao negociar o título com deságio em relação ao valor nominal, implícita está uma taxa efetiva de juros que remunera os investidores.

A colocação das notas promissórias junto aos investidores pode ser realizada por meio de *dealers*, que atuam como intermediários e adquirem os títulos das empresas emissoras para revendê-los ao público, obtendo uma margem de lucro por meio de comissões. Embora não apresentem um mercado secundário robusto, as notas promissórias costumam ser líquidas, especialmente devido à possibilidade de recompra pela própria empresa emissora ou pelos *dealers* (Assaf Neto, 2018).

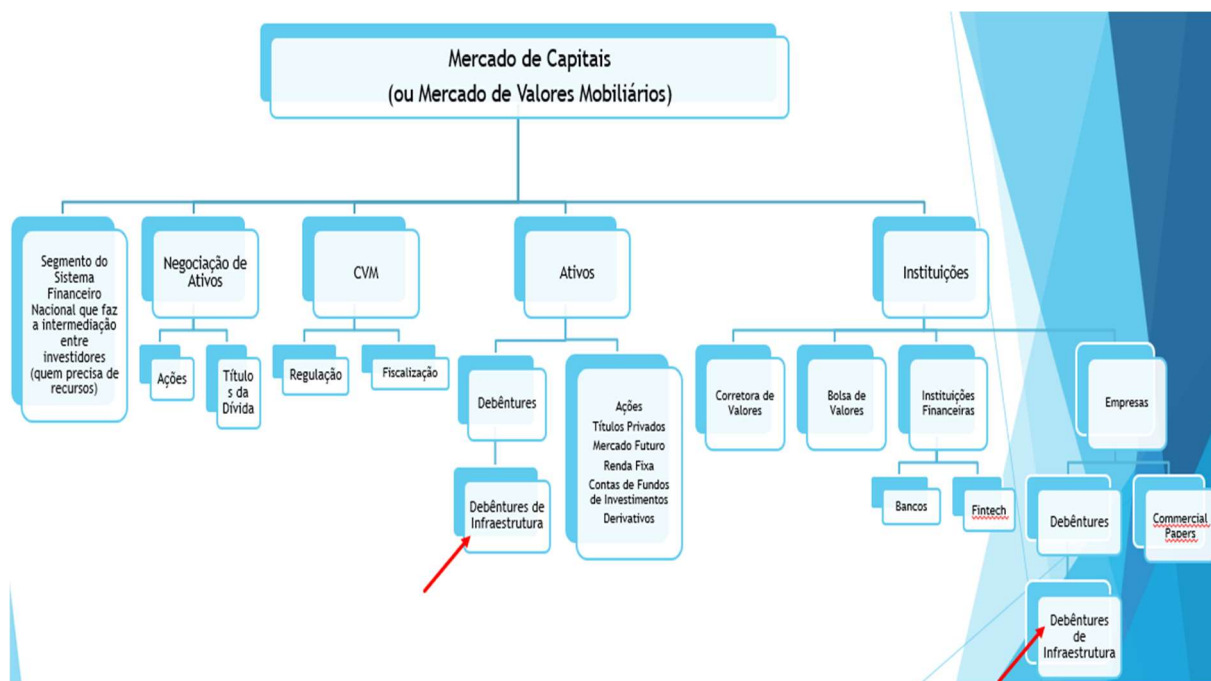
As debêntures são títulos de dívida emitidos por empresas. Ao comprar debêntures, o investidor empresta dinheiro para empresa e recebe juros e/ou amortizações de acordo como contrato. As debêntures são um investimento de risco médio, pois os retornos são garantidos por contrato, mas ainda assim existe um risco de inadimplência por parte da empresa.

Debêntures são títulos de dívida de longo prazo emitidos por sociedades por ações, sendo utilizados principalmente para o financiamento de projetos de investimentos ou para alongar o perfil de endividamento das empresas (Assaf Neto, 2018). Esses instrumentos representam um compromisso do emissor em pagar ao investidor (debenturista) o valor investido acrescido de juros em uma data acordada previamente. Assim como as ações, as operações com debêntures são regulamentadas pela CVM - Comissão de Valores Mobiliários, e cada emissão é acompanhada de um documento chamado Escritura de Emissão, que detalha todas as características, condições e direitos e deveres das partes envolvidas: a sociedade emissora e os debenturistas.

As debêntures podem apresentar diferentes formas de garantias, conforme estabelecido na Escritura de Emissão. Entre as espécies mais comuns, destacam-se a Garantia Real, que utiliza todos os ativos da sociedade emissora como garantia para o pagamento dos debenturistas; a Garantia Flutuante, em que os titulares das debêntures têm prioridade geral sobre os ativos da empresa, sem impedimentos na negociação dos bens; a Garantia Quirografária, em que os debenturistas não possuem preferência sobre os ativos da sociedade emissora e concorrem em igualdade de condições com outros credores em caso de liquidação da companhia; e a Garantia Subordinada, na qual os investidores terão privilégios de reembolso do capital aplicado somente após os acionistas em caso de liquidação da sociedade emissora (Assaf Neto, 2018).

As debêntures oferecem diferentes formas de remuneração, como juros, participação nos lucros e prêmios de reembolso. Essa remuneração pode ser estabelecida de várias maneiras: taxa de juros prefixada, taxa de juros flutuante com ajuste periódico, ou taxa de juros real fixa acrescida de um índice de correção de preços da economia (Assaf Neto, 2018). Os juros podem ser pagos ao longo do prazo de emissão da debênture ou no momento do resgate. Quando o prazo de emissão é superior a um ano, é comum o pagamento periódico dos juros. O resgate de uma debênture pode ser realizado de diversas formas, de acordo com o que está previsto na escritura de emissão do título.

Figura 1 – Mercado de Capitais



Fonte: Autor

3.3 – Características especiais das Debêntures de Infraestrutura

Títulos de dívida emitidos por empresas que atuam em setores de infraestrutura (tais como saneamento, transporte e energia), as Debêntures de infraestrutura apresentam características especiais que as diferenciam das demais debêntures tradicionais. Investimentos em setores estratégicos para a economia nacional, prazo mínimo, incentivos fiscais, regulação específica, garantias reais podem ser consideradas como características especiais das debêntures de infraestrutura.

As debêntures de infraestruturas devem seguir certos requisitos (além dos incentivos fiscais) para se enquadrarem nessa categoria específica de captação de recursos. Esses requisitos incluem:

- a) a remuneração através de taxa de juros pré-fixada, vinculada a um índice de preços ou à Taxa Referencial (TR), sendo proibida a utilização de taxa de juros pós-fixada;
- b) prazo médio ponderado superior a quatro anos e um prazo mínimo de 180 dias entre os pagamentos de cupom;
- c) proibição de recompra do título pelo emissor ou partes a ele relacionadas nos dois primeiros anos após a emissão, bem como a liquidação antecipada através de resgate ou pré-pagamento, a menos que haja regulamentação do CMN;
- d) não comprometimento do comprador em revender o título; e

e) registro dos títulos em sistema de registro devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.

Essas diretrizes visam garantir a natureza específica e os benefícios fiscais associados a esse tipo de debênture.

Visando contribuir para a estabilidade do financiamento e sustentar um horizonte de investimento mais longo de projetos de infraestrutura, as Debêntures de infraestrutura possuem um prazo mínimo de 4 anos. Porém uma de suas principais vantagens é poder contar com incentivos fiscais para investidores pessoas físicas (IR e IOF), isso torna esses títulos mais atrativos para esses investidores tendo em mente que tais incentivos permitem a redução da carga tributária sobre os rendimentos.

Outrossim, para garantir que os recursos sejam destinados às atividades que de fato contribuem para o crescimento do bem-estar social e desenvolvimento econômico do país, os volumes captados por meio das Debêntures de infraestrutura são destinados exclusivamente para investimentos em projetos de infraestrutura, em setores reputados como estratégicos para o desenvolvimento nacional.

Órgão responsável por estabelecer normas e procedimentos específicos para esses títulos, a Comissão de Valores Mobiliários é responsável pela regulação específica das Debêntures de infraestrutura com intuito de assegurar a transparência das operações e proteger os atores envolvidos (cabe salientar que CVM também regulamenta as Debêntures de Infraestrutura).

Contendo qualidades distintas de outros investimentos, a aquisição de debêntures de infraestrutura pode ser uma escolha proveitosa para investidores que buscam diversificar suas carteiras. Além do mencionado acima, as Debêntures de infraestrutura podem contar com as garantias reais (por exemplo alienação fiduciária ou hipoteca), que aumentam a segurança do investimento reduzindo o risco de inadimplência.

No entanto, importante ressaltar que as Debêntures de infraestrutura não contam com a garantia do Fundo Garantidor de Crédito, por não serem títulos de emissão bancária, o que aumenta o risco desse investimento em relação a outros títulos de investimento, como, por exemplo, CDB, LCI e LCA.

Dessa forma, as debêntures de infraestrutura apresentam-se como uma opção atrativa para os investidores que procuram alocar seus recursos em projetos de longo prazo em setores tidos como estratégicos.

3.4 – Lei nº 12.431, de 2011, a lei das Debêntures de infraestrutura

Na época em que essa importante lei foi criada, o Brasil estava diante de oportunidades promissoras de desenvolvimento econômico, o que demandava a criação de uma nova abordagem para o financiamento de projetos de longo prazo. Dada a restrição orçamentária por que passava o país, e que ainda passa, foi necessário incentivar a participação do setor privado como fonte adicional de recursos para viabilizar esses empreendimentos.

Uma característica relevante dessas debêntures é que os rendimentos gerados por elas são isentos de imposto de renda, tanto para pessoas físicas residentes ou domiciliadas no país, como para beneficiários residentes ou domiciliados no exterior.

Agrupamos na sequência os marcos legais concernentes à Lei nº 12.431, de 2011, em ordem temporal para proporcionar uma maior compreensão de como se desenvolveu a evolução do assunto no ordenamento legal de brasileiro.

➤ Exposição de Motivos Interministerial nº 194/2010 – submete à apreciação do Poder Legislativo a minuta de Medida Provisória nº 517/2010. Medida Provisória nº 517/2010 - Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica, institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Usinas Nucleares - RENUCLEAR, dispõe sobre medidas tributárias relacionadas ao Plano Nacional de Banda Larga, altera a legislação relativa à isenção do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante – AFRMM, dispõe sobre a extinção do Fundo Nacional de Desenvolvimento, e dá outras providências.

➤ Resolução CMN nº 3.947, de 27 de janeiro de 2011 - Discorre sobre a fórmula de cômputo do prazo médio ponderado e procedimento simplificado previstos no § 2º do art. 1º da Medida Provisória nº 517, de 30 de dezembro de 2010. Revogada pela Res. CMN nº 5.034, de 21 de julho de 2022.

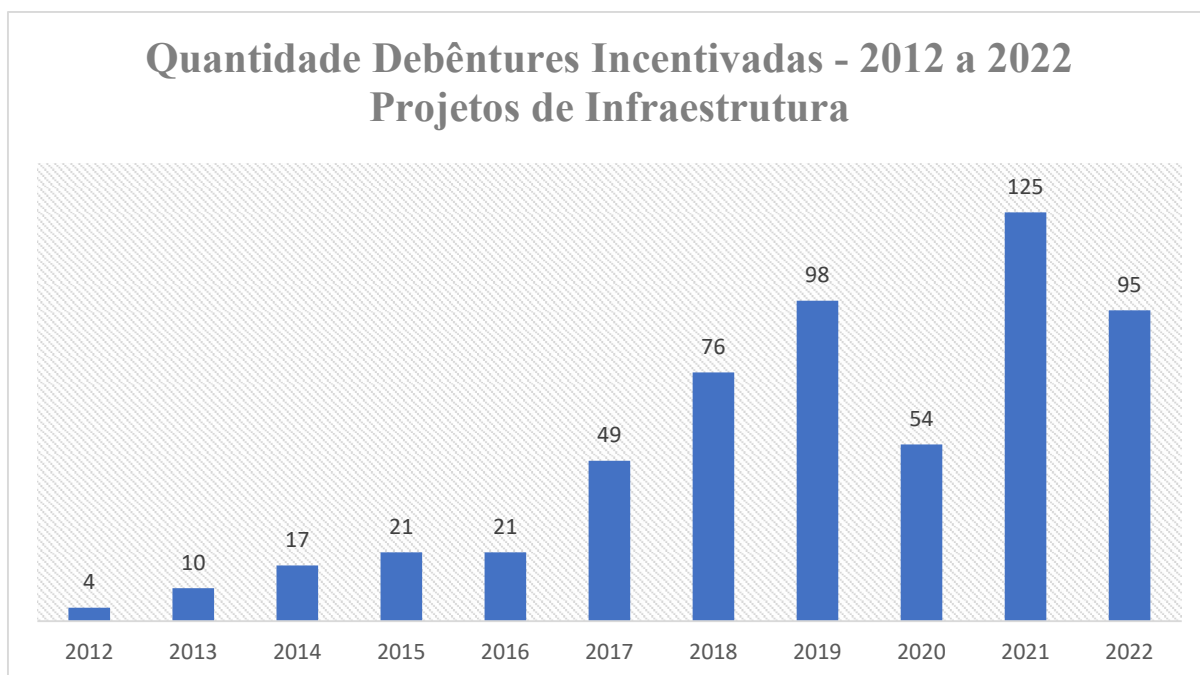
➤ Lei nº 12.431, de 2011 – Conversão da Medida Provisória nº 517, de 2010, que cria as debêntures incentivadas. E conforme disposto em seu artigo 2º no caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico constituída para implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou 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: I - 0% (zero por cento), quando auferidos por

pessoa física; e II - 15% (quinze por cento), quando auferidos por pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado, pessoa jurídica isenta ou optante pelo Regime Especial Unificado de Arrecadação de Tributos e Contribuições devidos pelas microempresas e empresas de pequeno porte (Simples Nacional).

➤ Decreto nº 7.603, 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. Revogado pelo Decreto nº 8.804, de 11 de outubro de 2016.

➤ Decreto nº 8.874, de 11 de novembro 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. A partir do disposto neste decreto os projetos de investimento devem visar à implantação, ampliação, manutenção, recuperação, adequação ou modernização de empreendimentos em infraestrutura, entre outros, dos seguintes setores: logística e transporte; mobilidade urbana; energia; telecomunicações; radiodifusão. Impulsionou e desburocratizou as autorizações para emissão das debêntures de infraestrutura aumentando a quantidade de emissões a partir de 2016, como podemos observar no gráfico abaixo.

Gráfico 8 – Quantidade Debêntures Incentivadas - 2012 a 2022



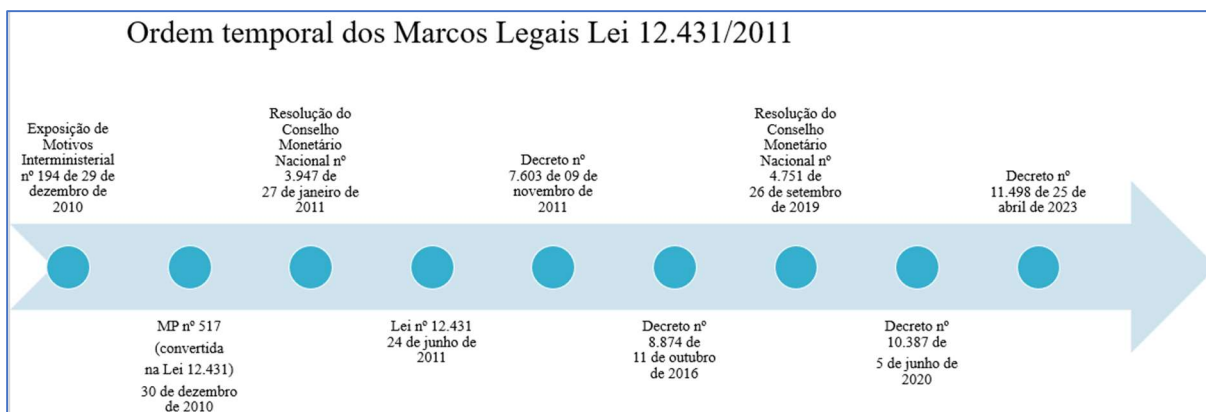
Fonte: Anbima e Portarias Ministeriais

➤ Resolução CMN nº 4.751, de 26 de setembro de 2019 - Dispõe sobre a liquidação antecipada das debêntures de infraestrutura de que trata o art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 junho de 2011.

➤ Decreto nº 10.387, de 5 de junho de 2020 - Altera o Decreto nº 8.874, de 11 de outubro de 2016, para dispor sobre incentivo ao financiamento de projetos de infraestrutura com benefícios ambientais e sociais.

➤ Decreto nº 11.498, de 25 de abril de 2023 - Altera o Decreto nº 8.874, de 11 de outubro de 2016, para incluir os setores saneamento básico, irrigação, educação, saúde, segurança pública e sistema prisional, parques urbanos e unidades de conservação, equipamentos culturais e esportivos e habitação social e requalificação urbana, no rol de setores que podem realizar os projetos de investimento que visam à implantação, ampliação, manutenção, recuperação, adequação ou modernização de empreendimentos em infraestrutura, também dispõe sobre incentivo ao financiamento de projetos de infraestrutura com benefícios ambientais e sociais.

Figura 2 – Ordem Temporal dos Marcos Legais Lei 12.431/2011



Fonte: Autor

Os propósitos do governo com essa iniciativa podem ser apreciados na Exposição de Motivos Interministerial 194, de 29 de dezembro de 2010. O conteúdo do texto fundamenta a edição da Medida Provisória 517/2010, consubstancialmente, pela inxequibilidade de perdurar os bancos públicos, principalmente o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), como predominantes impulsionadores de recursos de longo prazo indispensáveis para assegurar o crescimento sustentável dos investimentos no país.

Nessa conjunção, o documento desenvolve a narrativa sobre a premência de se arquitetar um mercado de financiamento de longo prazo (trazendo maior coparticipação da iniciativa privada como fonte integrante e suplementar no *funding* dos projetos), o que meramente dar-se-á, ainda consoante a redação do texto, com o desenvolvimento de um mercado complementar que proporcione a transação desses títulos (BRASIL, 2010).

O escopo da Resolução CMN 3.947, de 2011, compreende as regras para o cálculo do prazo médio ponderado das debêntures de infraestrutura com propósito de averiguação do prazo mínimo da oferta. A resolução também prevê a necessidade de se inserir nos documentos da oferta pública a descrição de, no mínimo, as informações listadas a seguir.

O primeiro elemento necessário é o objetivo do projeto seguido da informação sobre o volume presumido dos recursos financeiros essenciais para a execução do projeto. Em continuidade, os percentuais desses recursos que se intenciona obter com a emissão das debêntures de infraestrutura e, por fim, os prazos para o princípio e para a finalização dos projetos (para os projetos já em curso, descrever a fase que se encontra e o prazo para encerramento).

Em 2011, a Lei nº 10.431, de 2011 ocasionou transformações significativas para o mercado financeiro brasileiro ao conceber novos instrumentos financeiros, além de estipular regras para emissão e negociação de títulos de créditos privados.

A criação das Debêntures de infraestrutura trouxe novas possibilidades ao estabelecer regras específicas e incentivos para os investidores pessoas físicas, portanto novas alternativas de financiamento de projetos de longo prazo no setor de infraestrutura no Brasil.

O Decreto nº 8.874, de 2016⁷, apresentou em seu escopo a regulamentação fundamental das condições para aprovação dos projetos de investimento em infraestrutura classificados como prioritários.

Para enquadramento dos projetos como prioritários, era necessário que estes passassem pela aprovação do Ministério setorial responsável. Além disso, os projetos que proporcionassem garantias sociais ou ambientais significativos, e finalmente, os projetos que integrem o Programa de Parcerias de Investimentos PPI (objetos de concessão, permissão, autorização ou parcerias público-privadas).

É importante ressaltar a necessidade da aquiescência do projeto, portanto, uma vez que o projeto de infraestrutura seja submetido, pela pessoa jurídica interessada na concretização do projeto, ao Ministério setorial incumbido de realizar a avaliação. A indicação de sua aprovação se dava por intermédio da publicação de portaria ministerial específica para o projeto. Seguidamente à publicação dessa portaria, a empresa seria capaz de concretizar a oferta pública das debêntures de infraestrutura.

Além do mais, em concordância com o Decreto nº 8.874, de 2016, a administração dos projetos apresentados deve ser implementada por concessionárias, permissionárias, arrendatárias ou sociedades de propósito específico (SPE), concebidas para esta finalidade. Sendo que em qualquer das circunstâncias acima, a companhia deve ser sociedade por ações, de capital aberto ou fechado.

O Decreto nº 8.874, de 2016, é uma medida governamental que pode ter influenciado o mercado de debêntures de infraestrutura a partir de 2017. O decreto tinha como objetivo facilitar a aprovação de projetos prioritários de infraestrutura, o que pode ter incentivado o investimento nesse setor e, por consequência, a emissão de debêntures para financiar esses projetos. A medida visava agilizar a obtenção de licenças e autorizações

⁷ 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 (BRASIL, 2016).

necessárias para a realização de empreendimentos de grande porte, o que pode ter reduzido o risco e o custo de investimento para os participantes do mercado.

Ao reduzir a burocracia e os entraves para a realização de projetos de infraestrutura, o governo pode ter estimulado a entrada de mais investidores nesse setor. A maior demanda por financiamento para esses projetos pode ter aumentado a oferta de debêntures no mercado, tornando-as uma alternativa mais atrativa para os investidores, e para as empresas emissoras. O resultado foi um aumento no volume de emissões de debêntures de infraestrutura a partir de 2017.

A Resolução CMN nº 4.751, de 2019, assenta sobre a viabilidade de liquidação adiantada, a critério exclusivo da empresa emissora, de debêntures de infraestrutura. Aplicável para os títulos emitidos a contar de 30 de setembro de 2019, para serem liquidadas de forma antecipada, a companhia emissora das debêntures deve obedecer aos requisitos elencados nesta Resolução.

A norma do CMN enumera como condições primordiais: a previsão expressa na escritura de emissão; os critérios para a determinação dos valores a serem pagos aos debenturistas; não sendo admitido o resgate parcial, portanto a liquidação antecipada deverá ser efetuada por meio do resgate total; e, adoção dos critérios acerca da taxa de pré-pagamento. A motivação está contida no Voto 65/2019-CMN, de 26 de setembro de 2019, em seu item 5. De acordo com o referido voto, as empresas que emitem debêntures de infraestrutura há tempos solicitavam a regulamentação da liquidação antecipada. Isso se deve ao fato de que tal regulamentação traria uma maior flexibilidade no que diz respeito ao gerenciamento das obrigações financeiras e das garantias. É importante salientar que, ao emitir uma nova debênture, é comum que haja a necessidade de vincular garantias como parte do processo, frequentemente acompanhadas por cláusulas contratuais que limitam a tomada de novos endividamentos.

No tocante ao Decreto nº 10.387, de 2020, o intento deste normativo era autorizar a efetivação de ofertas de debêntures de infraestrutura para projetos que viabilizassem melhoramentos ambientais ou sociais importantes. Tendo como exemplo os projetos desempenhados em aglomerados periféricos ou áreas urbanas isoladas, por serem vistos como de benefícios sociais, em conformidade com a caracterização especificada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Os recursos conseguidos através do mercado de capitais por meio de ofertas de debêntures de infraestrutura foram aproveitados para numerosos projetos de investimento,

designadamente nos diversos setores tais como: de transportes (especialmente rodovias, ferrovias, afora projetos de portos e aeroportos), energia (geração, transmissão e distribuição), e telecomunicações, da mesma maneira que em setores que necessitavam factualmente de investimentos, exemplificativamente, no contexto do setor de saneamento. O gráfico XX, mostrado na próxima seção, apresenta o volume captado em debêntures de infraestrutura por setor.

Nos últimos anos, transformações nos dispositivos originais da Lei nº 12.431 tornaram menos rígidos e atualizaram determinados panoramas pertinentes ao financiamento de projetos, transmutando o investimento em debêntures de infraestrutura para uma perspectiva ainda mais interessante. Exemplificativamente, em termos de regulação da Lei, temos o Decreto nº 10.387, de 2020, que concebeu um procedimento mais célere de dimensionamento de projetos primaciais de infraestrutura que satisfaçam os pressupostos de sustentabilidade e socioambientais, integrado com um agrupamento de referências padronizadas contendo boas práticas que têm em vista estabelecer se uma companhia é socialmente responsável, sustentável e acertadamente administrada chamado de ESG⁸.

Outro exemplo importante para citar é o Decreto nº 11.498, de 2023, recentemente aprovado, que amplia os setores que podem buscar financiamento por meio de emissão de debêntures de infraestrutura para projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura.

Entre os setores incluídos estão: irrigação, educação, saúde, segurança pública e sistema prisional, parques urbanos e unidades de conservação, equipamentos culturais e esportivos, habitação social e requalificação urbana. Com essa medida, as empresas que atuam nesses setores poderão buscar financiamento por meio de emissões de debêntures de infraestrutura.

3.5 – Setores de Infraestrutura

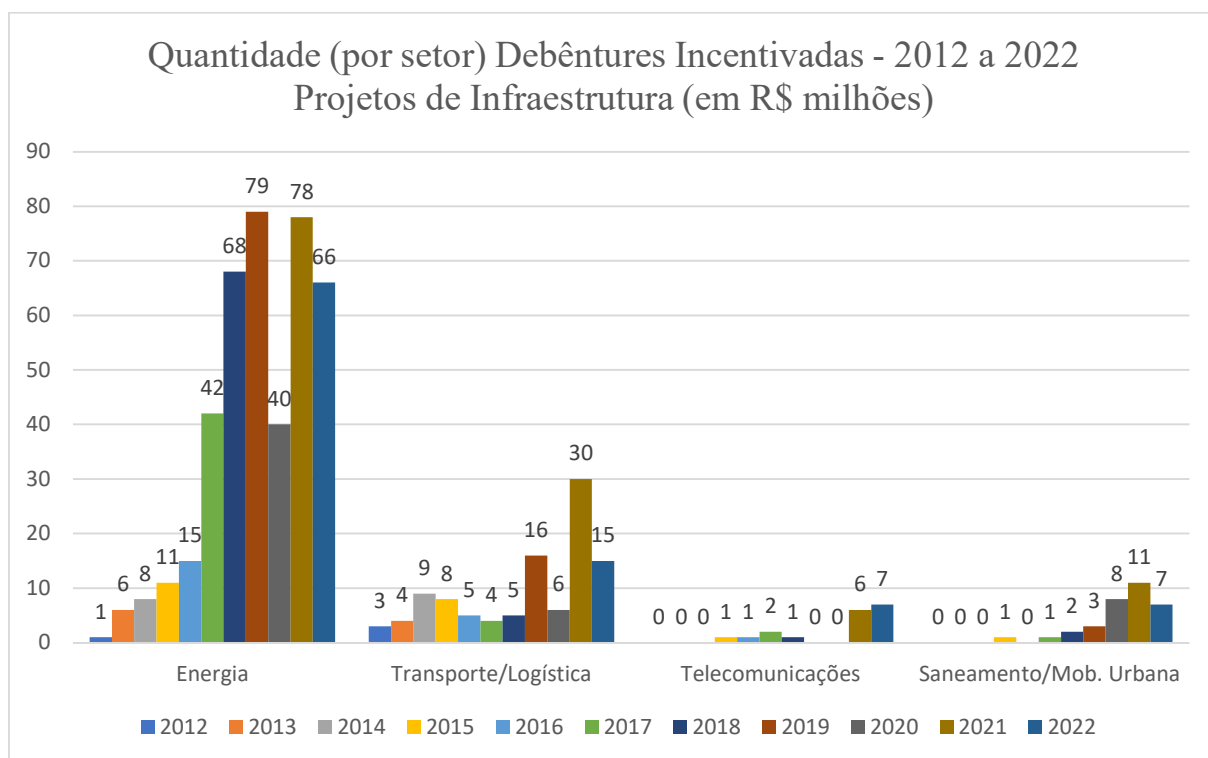
Os setores de infraestrutura abrangidos pela Lei nº 12.431, de 2011, são considerados estratégicos para o progresso econômico do Brasil e seu desenvolvimento social.

⁸ É uma sigla em inglês que traduzida significa “Ambiental, Social e Governança”. É uma maneira de definir e estabelecer se as práticas de determinada empresa podem ser consideradas ou não, socialmente responsáveis e sustentáveis. Assim, esse conceito é usado para descrever o quanto um negócio busca maneiras de minimizar seus impactos no meio ambiente, e o quanto a empresa se preocupa com as pessoas em seu entorno e adota bons processos administrativos. Nesse processo, a sigla reúne os três fatores responsáveis por mostrar o quanto a empresa está comprometida com o investimento sustentável.

A ideia, a partir da lei, foi de estimular o financiamento de projetos nas áreas de energia, saneamento básico, telecomunicações, logística, transporte rodoviário, ferroviário, aquaviário e aéreo e mobilidade urbana visando promover o desenvolvimento socioeconômico.

A análise dos dados do gráfico abaixo referentes aos investimentos em infraestrutura por setor revela uma predominância significativa do setor de Energia, que corresponde a 414 investimentos. Esse número representa uma parcela expressiva do total de investimentos em infraestrutura, indicando a importância desse setor na economia do país.

Gráfico 9 – Quantidade (por setor) Debêntures Incentivadas - 2012 a 2022 Projetos de Infraestrutura (em R\$ milhões)



Fonte: Anbima e Portarias Ministeriais

Em contrapartida, os setores de Transporte e Logística, Telecomunicações e Saneamento e Mobilidade Urbana apresentam números relativamente menores, com 105, 18 e 33 investimentos, respectivamente. Embora esses setores também sejam relevantes para o desenvolvimento e funcionamento do país, sua participação no total de investimentos em infraestrutura é menor em comparação ao setor de Energia.

Em relação aos outros setores, embora o número de investimentos seja menor, é importante destacar a sua relevância para o desenvolvimento sustentável e a melhoria da

qualidade de vida da população. Os investimentos em transporte e logística são fundamentais para a mobilidade de pessoas e mercadorias, contribuindo para a integração e o desenvolvimento regional. Já os investimentos em telecomunicações são essenciais para a comunicação e o acesso à informação, enquanto os investimentos em saneamento e mobilidade urbana são cruciais para a qualidade de vida das cidades e para a preservação do meio ambiente.

Portanto, embora a energia seja o setor com maior número de investimentos em infraestrutura, é importante que o país também direcione recursos e esforços para os demais setores, buscando equilibrar o desenvolvimento e atender às necessidades da população em todas as áreas-chave da infraestrutura. Dessa forma, será possível impulsionar o crescimento econômico e o bem-estar da sociedade de forma sustentável e abrangente.

3.5.1 – Energia

O Ministério de Minas e Energia (MME) emitiu diversas portarias a serem observadas para o devido enquadramento de projetos de investimento visando a emissão de debêntures no setor de energia (incluído petróleo, gás natural e biocombustíveis).

As orientações estão previstas nas Portarias MME nº 245⁹, de 27 de junho de 2017 e nº 364¹⁰, de 13 de setembro de 2017, e versam sobre a permissão de que os recursos captados sejam alocados no pagamento futuro ou reembolso de gastos, despesas ou dívidas relacionadas aos projetos de investimentos nesse setor.

Ainda de acordo com as regras estabelecidas, para a submissão de um projeto de infraestrutura de distribuição de transmissão de energia elétrica o requerimento deve ser acompanhado dos documentos exigidos na norma e encaminhados ao MME por meio eletrônico.

No tocante aos projetos na área de infraestrutura dos setores de petróleo, gás natural e biocombustíveis, a regulamentação encontra disposta nas Portaria MME nº 252¹¹, de 17 de junho de 2019, conforme alterada pela Portaria MME nº 348, de 10 de setembro de 2019.

⁹ Portaria MME nº 245 estabelece as condições e procedimentos para aprovação como prioritários dos projetos de distribuição de energia elétrica de titularidade de concessionárias de distribuição de energia elétrica.

¹⁰ Portaria MME nº 364 estabelece as condições e procedimentos para aprovação como prioritários dos projetos de transmissão e geração de energia elétrica de titularidade de concessionárias de transmissão de energia elétrica e de concessionárias e autorizadas de geração de energia elétrica.

¹¹ Portaria MME nº 252 e Portaria MME nº 348, estabelecem as condições e procedimentos para aprovação como prioritários dos projetos de investimentos na área de infraestrutura de gás natural e biocombustíveis de titularidade de Sociedades de Propósito Específico (SPEs), concessionárias, permissionárias, arrendatárias e autorizadas, constituídas sob a forma de sociedade por ações.

De acordo com a norma, as SPEs, concessionárias, permissionárias, arrendatárias e autorizadas constituídas sob a forma de sociedade por ações podem solicitar ao Ministério a aprovação de seus projetos considerados como prioritários.

A análise dos dados da tabela abaixo revela uma tendência clara de aumento significativo na quantidade de emissões no setor de energia a partir de 2016. No período entre 2012 e 2015, o número de emissões de debêntures de infraestrutura no setor de energia apresentou um crescimento moderado, variando de 1 a 11 emissões por ano. No entanto, a partir de 2016, houve um salto expressivo no número de emissões, atingindo 15 no primeiro ano dessa nova fase de expansão.

A partir de 2017, a curva de crescimento se torna ainda mais acentuada, com um aumento exponencial no número de emissões de debêntures de infraestrutura no setor de energia. O número de emissões saltou para 42 em 2017, mais que o dobro do ano anterior, e continuou crescendo nos anos seguintes, atingindo 68 emissões em 2018, 79 em 2019, 78 em 2021 e 66 em 2022. Esse crescimento constante mostra uma clara preferência das empresas do setor de energia pela utilização das debêntures de infraestrutura como mecanismo de captação de recursos para financiar seus projetos.

Gráfico 10 – Quantidade (% por setor) Debêntures de Infraestrutura – 2012 a 2022

Quantidade (% por setor) Debêntures Incentivadas - 2012 a 2022				
Projetos de Infraestrutura				
Ano	Energia	Transporte/ Logística	Telecomunicações	Saneamento/ Mob. Urbana
2012	1	3	0	0
2013	6	4	0	0
2014	8	9	0	0
2015	11	8	1	1
2016	15	5	1	0
2017	42	4	2	1
2018	68	5	1	2
2019	79	16	0	3
2020	40	6	0	8
2021	78	30	6	11
2022	66	15	7	7
Total	414	105	18	33
%	72,63%	18,42%	3,16%	5,79%

Fonte: Anbima e Portarias Ministeriais

Existem diversas razões que podem explicar esse aumento expressivo no número de emissões no setor de energia a partir de 2016. Primeiramente, a crescente demanda por investimentos em infraestrutura de energia, impulsionada pelo crescimento da economia e a necessidade de ampliar a capacidade de geração e distribuição de energia elétrica, pode ter contribuído para o aumento do interesse das empresas em buscar fontes alternativas de financiamento, como as debêntures de infraestrutura.

Além disso, a regulamentação mais favorável e o aprimoramento das regras para emissão de debêntures de infraestrutura, a partir do Decreto nº 8.874, de 2016, podem ter facilitado o acesso das empresas do setor de energia a esse tipo de instrumento de captação de recursos, e também devido à oportunidade de viabilizar emissões destinadas a projetos de transmissão (anteriormente restritas a geração e distribuição).

O aumento no número de emissões de debêntures de infraestrutura no setor de energia é um indicativo positivo do fortalecimento do mercado de capitais como fonte de financiamento para o setor de infraestrutura, em especial para projetos de geração e distribuição de energia. Esse crescimento reflete uma maior confiança dos investidores em projetos de energia, bem como a crescente conscientização das empresas sobre os benefícios e vantagens desse tipo de captação de recursos. Com um mercado mais sólido e diversificado, a infraestrutura energética do país pode se beneficiar de recursos adicionais para impulsionar seu crescimento e desenvolvimento, contribuindo para o suprimento confiável de energia e o progresso econômico do Brasil.

3.5.2 – Transporte e Logística

O dimensionamento de projetos de investimento com o propósito de emissões de debêntures de infraestrutura no setor de logística e transportes necessita considerar o disposto na Portaria nº 517, de 5 de outubro de 2018, divulgada pelo Ministério da Infraestrutura (noutro tempo intitulado Ministério dos Transportes, Portos e Aviação Civil) – MInfra.

Para além de prenunciar a metodologia no sentido de solicitação de aprovação do projeto de investimento com intuito de emissão de debêntures de infraestrutura, a Portaria nº 517 prescreve que o modelo de negócio objeto do projeto prioritário tem necessidade de ser concretizado e dirigido por pessoa jurídica constituída sob a forma de sociedade de propósito específico (SPE) constituída para este fim, ou de sociedade por ações, devendo neste caso ser: (a) concessionária; (b) permissionária; (c) autorizatória; ou (d) arrendatária.

Caminha-se novamente (com o advento da Lei nº 12.431, de 2011) na direção da necessidade de investimentos públicos e privados, a fim de que o país possa ter uma infraestrutura de transporte instituída para responder à demanda interna e ao fortalecimento do comércio exterior e escapar da apavorante e intoléranda descontinuidade logística.

3.5.3 – Saneamento Básico

Passamos a tecer alguns comentários sobre o setor de saneamento básico. Os projetos selecionáveis precisam estar enquadrados em no mínimo uma das modalidades subsequentes: abastecimento de água; esgotamento sanitário; manejo de resíduos sólidos; e manejo de águas pluviais. O dimensionamento de projetos de investimento para fins de emissões de debêntures de infraestrutura no setor de saneamento básico deve contemplar o disposto na Portaria nº 1.917, de 9 de agosto de 2019.

Não obstante o setor ter contado com R\$ 10 bilhões de investimento por ano nos anos 2010-2015, o setor de saneamento realizou somente uma emissão de debênture incentivada entre 2012 - 2016. Wajnberg (2015) cita em seu texto que uma das situações mais críticas em relação às emissões de debêntures de infraestrutura verifica-se na área de saneamento. Ainda de acordo com o autor entre as justificativas que poderiam demonstrar o tardamento do setor em sua colocação no mercado de debêntures de infraestrutura, pode-se indicar: (i) oferta relevante de *funding* de baixo custo proveniente de bancos públicos; (ii) parte das empresas exhibe configuração e representação de risco incongruente com os interesses de investidores privados para investimentos no setor; (iii) a proibição do Ministério das Cidades à utilização dos recursos captados para o financiamento da outorga; e (iv) trâmites excessivamente burocráticos por parte do Ministério na análise e anuência das portarias autorizativas.

Em concordância com o que registrou Wajnberg, distintivamente do setor de saneamento, não foi possível constatar, de acordo com o autor, empecilhos para emissões no setor de telecomunicações. Ainda segundo o pesquisador, a falta de ofertas parece ser simplesmente consequência da predileção do setor (predominado por poucas grandes empresas) de se patrocinar com variadas fontes de recursos, particularmente emissões de ações até mesmo captações internacionais (Wajnberg, 2014, 2015; Wajnberg & Capistrano, 2016).

3.5.4 – Mobilidade Urbana

Tratando neste momento do setor de mobilidade urbana, o próprio Decreto nº 8.874, de 2016, ostenta algumas exigências para o posicionamento na categoria de projetos prioritários para o setor de mobilidade urbana. Dessa maneira, para que consigam ser apontados como prioritários, os projetos deste setor têm que pretender a implantação, ampliação, manutenção, recuperação, adequação ou modernização de operações, e/ou oportunizar benesses socioambientais pertinentes.

Nessa circunstância, em setembro de 2017, o Ministério do Desenvolvimento Regional (MDR), então denominado “Ministério das Cidades”, divulgou a Portaria nº 532, de 2017, que cita as regras, requisitos e metodologias a serem observados visando à aprovação e orientação dos projetos de investimento preferenciais na área de infraestrutura para o setor de mobilidade urbana.

Consoante Wajnbergl (2015), o setor dispôs de poucos projetos que procuravam financiamento de longo prazo, isto considerando os cinco anos em seguida da publicação da Lei nº 12.431, de 2011, e puderam contingentemente emitir debêntures para acrescentar o *funding* do projeto.

Afora os setores convencionais que têm se amparado de ofertas públicas de debêntures de infraestrutura, ao ponto de vista da demanda do mercado, o poder público publicou portarias recentes com propósito de enquadrar os projetos de investimento como prioritários nos consecutivos segmentos de infraestrutura: Ciência, tecnologia e inovações. Assim, a Portaria nº 4.382, de 14 de janeiro de 2021, do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovações disciplina acerca dos projetos para este setor.

3.5.5 – Telecomunicações

Para fins de emissões de debêntures de infraestrutura no setor de telecomunicações e de radiodifusão, o escopo dos projetos de investimento, tem de atentar ao colocado na Portaria nº 3.301, de 5 de julho de 2012 e Portaria nº 5.022, de 1º de setembro de 2020, esta e aquela emitidas pelo Ministério das Comunicações (MCom).

Em sintonia com as portarias declaradas no parágrafo precedente, os investimentos carecerão colaborar para a amplificação e atualização das redes para intercomunicação de dados em banda larga, para o estabelecimento da radiodifusão digital, da mesma maneira para a atenuação das desigualdades regionais no país.

Os escopos de tais projetos devem pretender a implantação, expansão ou renovação de rede de telecomunicações que sustentem a transmissão de dados em banda larga ou a implementação de infraestrutura de rede visando a radiodifusão digital.

3.6 – As Debêntures de Infraestrutura e o impacto socioambiental

Discorrendo sobre o impacto socioambiental das debêntures de infraestruturas - DI's, em 2020 houve uma alteração relevante. O Decreto nº 10.387, de 5 de junho de 2020, alterou o Decreto nº 8.874, de 2016, para incluir projetos que possibilitem incentivos ambientais ou sociais importantes no catálogo de projetos de investimento suscetíveis de serem posicionados como prioritários para fins de emissões de debêntures de infraestrutura, de acordo com o que já está previsto na Lei nº 12.431, de 2011.

Tendo em consideração a portaria específica do Ministério setorial incumbido da análise, a solicitação de enquadramento deve ser submetida pela sociedade de propósito específico (SPE), concessionária, permissionária, autorizatória ou arrendatária ao Ministério responsável.

É pertinente informar que a Lei nº 12.431, de 2011, trouxe incentivos para a criação dessas sociedades de propósito específico (SPEs), sendo assim a referida lei encontra-se diretamente relacionada com as SPEs, visto que criou incentivos fiscais para investimentos em infraestrutura por meio dessas entidades.

Assim sendo, os projetos que tenham repercussão social e ambiental poderão obedecer a requisitos de forma mais descomplicada para análise, enquadramento e consequente aprovação ministerial, com intenção de ofertas de debêntures de infraestrutura. Levando em conta a tendência alta reivindicação no mercado por “papeis verdes” certificados (percebida nos muitos anos), estima-se que a classificação representativa de tais projetos, pelo Ministério competente, como significativos para fins socioambientais estimule e apresse o processo de certificação das debêntures de infraestrutura.

3.7 – Projeto de Lei nº 2.646, de 2020, das Debêntures de infraestrutura

O Projeto de Lei nº 2.646, de 2020 em tramitação no Congresso Nacional aborda sobre as debêntures de infraestrutura por sociedades de propósito específico, concessionárias,

permissionárias, autorizatárias ou arrendatárias, constituídas sob a forma de sociedade por ações.

Este projeto tem como objetivo (dentre outros) criar uma modalidade de debêntures de infraestrutura, com característica de maior flexibilidade para as empresas emissoras além dos incentivos fiscais para investidores.

Tanto o PL 2.646, de 2020 como a Lei 12.431, de 2011 têm como objetivos estimular o investimento privado em infraestrutura no país, assim, juntas essas duas medidas legais visam contribuir para a melhoria da captação de recursos para projetos de longo prazo.

Além disso, o PL (se aprovado e sancionado) poderia ser responsável por atrair pessoas jurídicas e investidores institucionais e estrangeiros, pois traz em seu conteúdo atrativos como a possibilidade de adoção de cláusula de variação cambial para as emissões de DI's, além da possibilidade de sua emissão diretamente no mercado internacional (*bonds*).

Assim algumas inovações discutidas no contexto do PL 2.646/2020 são:

- Cria novas debêntures de infraestrutura, que direcionam o incentivo à empresa emissora (art. 1º);
- Cria instrumentos simplificados de aprovação ministerial prévia no caso de setores que envolvam serviços públicos de titularidade dos entes subnacionais (art. 2º);
- Permite que projetos implantados por SPEs já existentes, criadas por meio de contratos de concessão, autorização ou arrendamento com o setor público, sejam elegíveis ao incentivo fiscal. A lei atual exige a constituição de uma nova SPE para recebimento do incentivo (art. 9º);
- Estende o prazo para aplicação dos recursos captados pelas debêntures de infraestrutura, de 24 para 60 meses (art. 10º);
- Explorar o grande potencial de investimentos representado pelos fundos de investimento em participação FIP's, removendo entraves operacionais para ampliar a aderência de investidores e intermediários (como bancos e corretoras) ao instrumento;
- Estabelece tramitação simplificada e prioridade de análise a emissões de debêntures voltadas exclusivamente para projetos que proporcionem benefícios ambientais ou sociais relevantes (art. 7º).

A proposição legislativa também tem como objetivo atrair pessoas jurídicas e investidores institucionais. Um exemplo relevante são os fundos de pensão, os quais possuem um perfil mais adequado ao financiamento de projetos de infraestrutura, graças à harmonia com o fluxo de pagamentos a longo prazo. No entanto, devido à sua condição de personalidade

jurídica como fundações imunes ao Imposto de Renda, eles não conseguiam usufruir dos benefícios oferecidos pelas debêntures de infraestrutura. Assim, é considerada uma prática desejável incorporar os fundos de pensão ao cenário de investimentos em infraestrutura. Internacionalmente, é possível notar como o perfil de investimento desses atores está alinhado com a dinâmica dos projetos de infraestrutura, caracterizados por prazos extensos e retornos consistentes (COHEN, 2022).

Nesse contexto, a inclusão dos fundos de pensão no mercado de debêntures de infraestrutura permitiria uma fonte adicional de recursos para o financiamento de projetos de infraestrutura no país. Além disso, essa medida ampliaria a base de investidores nesse mercado, contribuindo para o aumento da liquidez e da eficiência do mercado secundário de negociação desses títulos. Dessa forma, a legislação voltada para atrair os fundos de pensão pode ser vista como uma estratégia para potencializar o desenvolvimento da infraestrutura brasileira, ao estabelecer uma conexão mais estreita entre esses investidores institucionais e as oportunidades de investimento de longo prazo no setor.

Em conclusão, a proposta de atrair investidores institucionais, como os fundos de pensão, para o mercado de debêntures de infraestrutura visa gerar ainda mais recursos para os investimentos em infraestrutura no Brasil. A incorporação desses atores ao cenário de financiamento de projetos de infraestrutura é considerada vantajosa, pois se alinha com a natureza de investimentos de longo prazo e com a busca por retornos constantes, características inerentes a esse tipo de investidor. Assim, a adequação da legislação para viabilizar a participação dos fundos de pensão pode ser um importante passo para impulsionar o desenvolvimento e a modernização das infraestruturas do país.

A diferença, nesta ocasião, é que já temos um instrumento experimentado, competente e eficiente de *funding* adicional de projetos, originado pela Lei nº 12.431, de 2011, para fazer frente a este desafio com destino à promoção da prosperidade da infraestrutura no país.

4 – Debêntures de Infraestrutura, análise e comentários

Entre os anos de 2012 e 2019, a emissão de debêntures de infraestrutura teve um crescimento significativo no país. Sendo, portanto, uma forma de financiamento utilizada pelas empresas do setor para captar recursos e investir em seus projetos de infraestrutura no Brasil.

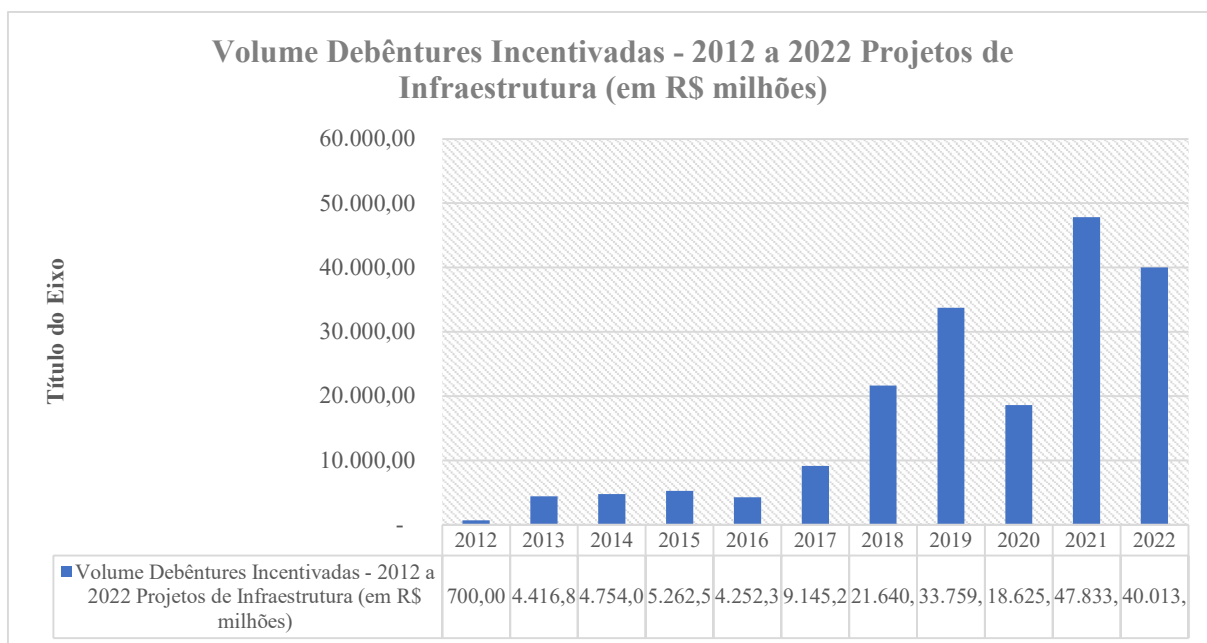
De acordo com dados ANBIMA, o valor das emissões entre os anos de 2012 e 2019 ultrapassou a marca dos R\$ 85 bilhões, com destaque para os setores de energia, transporte e petróleo.

4.1 – Debêntures de Infraestrutura emitidas

As emissões de debêntures de infraestrutura têm aumentado significativamente ao longo dos anos no Brasil, como demonstrado pelos valores emitidos em cada ano entre 2012 e 2019. As debêntures de infraestrutura têm se destacado como uma importante fonte de financiamento para projetos de infraestrutura do país.

Analisando os dados disponíveis no site da ANBIMA, pode-se observar que houve um crescimento importante nos valores das Debêntures de Infraestrutura emitidas entre 2012 e 2019. O valor total de debêntures de infraestrutura emitidos nesse período foi de R\$ 84 bilhões. Ao passo que entre 2020 e 2022 o volume de debêntures de infraestrutura emitido foi de R\$ 106,4 bilhões.

Gráfico 11 – Volume Debêntures de Infraestrutura 2012 – 2022 (em R\$ milhões)



Fonte: ANBIMA

Em 2012, primeiro ano de vigência da Lei nº 12.431, de 2011, as empresas iniciaram as emissões desses papéis no mercado. As emissões de debêntures de infraestrutura neste ano inicial ficaram com um valor consideravelmente baixo. No entanto, nos anos seguintes, houve um aumento considerável no valor emitido. Neste primeiro ano, foram emitidos R\$ 700 milhões em debêntures de infraestrutura no Brasil, e logo no início já mostrando a relevância deste instrumento de captação de recursos para o desenvolvimento de projetos de infraestrutura no Brasil.

No ano seguinte, em 2013, o valor emitido subiu para R\$4,4 bilhões, indicando um aumento significativo na demanda por esse tipo de instrumento financeiro, este aumento pode ser atribuído a vários fatores. O programa de investimento em logística (PIL¹²), que teve o BNDES como principal financiador, pode ter contribuído por este aumento no volume das emissões. O programa previa investimentos em ferrovias, rodovias, portos e aeroportos (site BNDES). O apoio financeiro do BNDES oferecia a possibilidade de aumento da parcela financiada com custo em TJLP, mais barato, se houvesse a emissão de um percentual mínimo de debêntures de infraestrutura por parte da empresa (site BNDES¹³).

¹² Programa de Investimento em Logística (PIL) O BNDES foi o principal agente financiador do Programa de Investimento em Logística (PIL), do Governo Federal.

¹³ (<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/onde-atuamos/infraestrutura/programa-investimentos-logistica/pil%20programa%20investimentos%20logistica>)

Nos anos que se seguiram, 2014 e 2015, os valores emitidos foram de cerca de R\$ 5 bilhões por ano, indicando uma estabilização da demanda. Esse resultado indica que o mercado estava confiante no potencial e na solidez dos projetos de infraestrutura.

Em 2016 houve uma queda na emissão de debêntures de infraestrutura, com um total de R\$ 4,5 bilhões emitidos no ano. Essa queda pode ter sido causada por uma série de fatores, como por exemplo, a crise econômica e a instabilidade política por que passava o país naquele ano.

Não obstante, a partir de 2017, houve um crescimento significativo na emissão desses instrumentos financeiros, com R\$ 9 bilhões emitidos neste ano. Esse resultado pode ser atribuído à retomada do crescimento econômico e ao aumento da confiança dos investidores na economia brasileira.

O ano de 2018 foi marcado por um expressivo aumento nas emissões de debêntures de infraestrutura, alcançando o valor de R\$21,6 bilhões. Esse valor pode ser explicado pelo grande número de projetos de infraestrutura em andamento e pela perspectiva de que novos projetos fossem lançados. Além disso, a taxa de juros básica da economia estava já rodando em cerca de 6% a.a., valores baixos em níveis históricos para o país, o que fez com que os investidores buscassem outras formas de rentabilização de seus recursos. Dado o incentivo tributário das debêntures de infraestrutura, esse instrumento naturalmente teve sua demanda aumentada no período.

As emissões de debêntures de infraestrutura atingiram um recorde histórico de R\$33,7 bilhões em 2019, refletindo a retomada do crescimento econômico, a maior confiança dos investidores, as tentativas de medidas de estímulo ao investimento em infraestrutura e a taxa de juros básica ainda em patamar baixo historicamente.

A análise do volume de debêntures de infraestrutura para projetos de infraestrutura entre os anos de 2012 e 2022 revela uma tendência marcante de aumento a partir de 2017, bem como um significativo volume nos anos subsequentes de 2020, 2021 e 2022.

No início do período em 2012, o volume de debêntures de infraestrutura para projetos de infraestrutura era relativamente baixo, totalizando R\$ 700 milhões. Entretanto, a partir de 2013, esse valor apresentou um crescimento notável, atingindo R\$ 4.416,80 milhões em 2013 e seguindo em trajetória ascendente nos anos seguintes.

A partir de 2017, observa-se um notável salto no volume de emissões de debêntures de infraestrutura, alcançando R\$ 9.145,20 milhões. Esse aumento pode estar

associado a fatores como a maior atratividade desses títulos para investidores, bem como a crescente demanda por investimentos em projetos de infraestrutura no país.

Os anos de 2020, 2021 e 2022 destacam-se por apresentarem os maiores volumes de emissões de debêntures de infraestrutura para projetos de infraestrutura. Em 2020, foram emitidos R\$ 18.625,20 milhões desses títulos, enquanto em 2021 esse valor saltou para R\$ 47.833,60 milhões e, em 2022, chegou a R\$ 40.013,80 milhões.

Essa tendência de aumento progressivo ao longo dos anos e o expressivo volume alcançado nos anos mais recentes (2020, 2021 e 2022) indicam o crescente interesse do mercado em investir em projetos de infraestrutura por meio dessas debêntures de infraestrutura, reforçando a relevância desses títulos como uma importante fonte de financiamento para o setor de infraestrutura no Brasil.

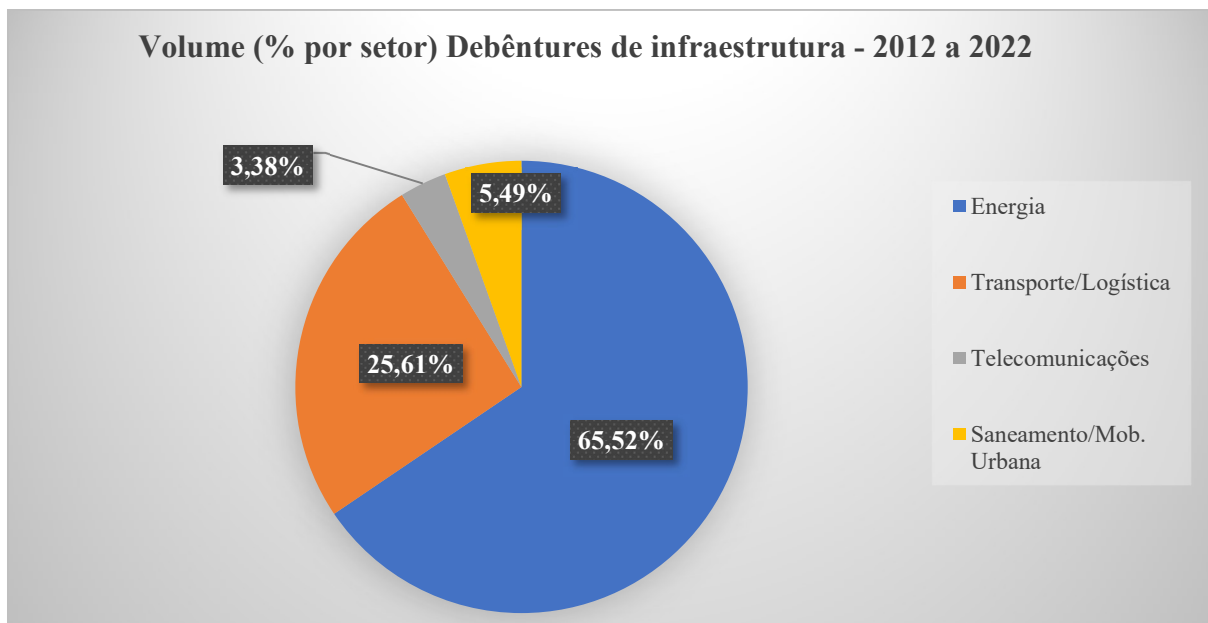
4.2 – Análise das emissões de debêntures de infraestrutura por setor

A distribuição dos valores das emissões de debêntures de infraestrutura por setor é um indicador importante para compreender como estão sendo direcionados os investimentos em infraestrutura no país. Nesse contexto, as emissões de debêntures de infraestrutura têm sido uma valiosa fonte de financiamento para a construção e modernização de diversos setores importantes para o desenvolvimento de um país.

A distribuição por setor indica (conforme tabela abaixo) que o setor de energia é o principal canalizador de recursos captados via debêntures de infraestrutura, portanto sendo o principal destinatário dos investimentos em infraestrutura no Brasil por esse meio, representando 65,52% das emissões.

O segundo setor que mais emitiu debêntures de infraestrutura é o de transporte e logística, que representa 25,61% das emissões. O transporte é um setor crucial para o desenvolvimento econômico do país, permitindo a movimentação de pessoas e mercadorias e conectando diferentes regiões do Brasil. Portanto investimentos em infraestrutura de transporte são essenciais para melhorar a eficiência do setor e influenciar positivamente o desenvolvimento econômico do país.

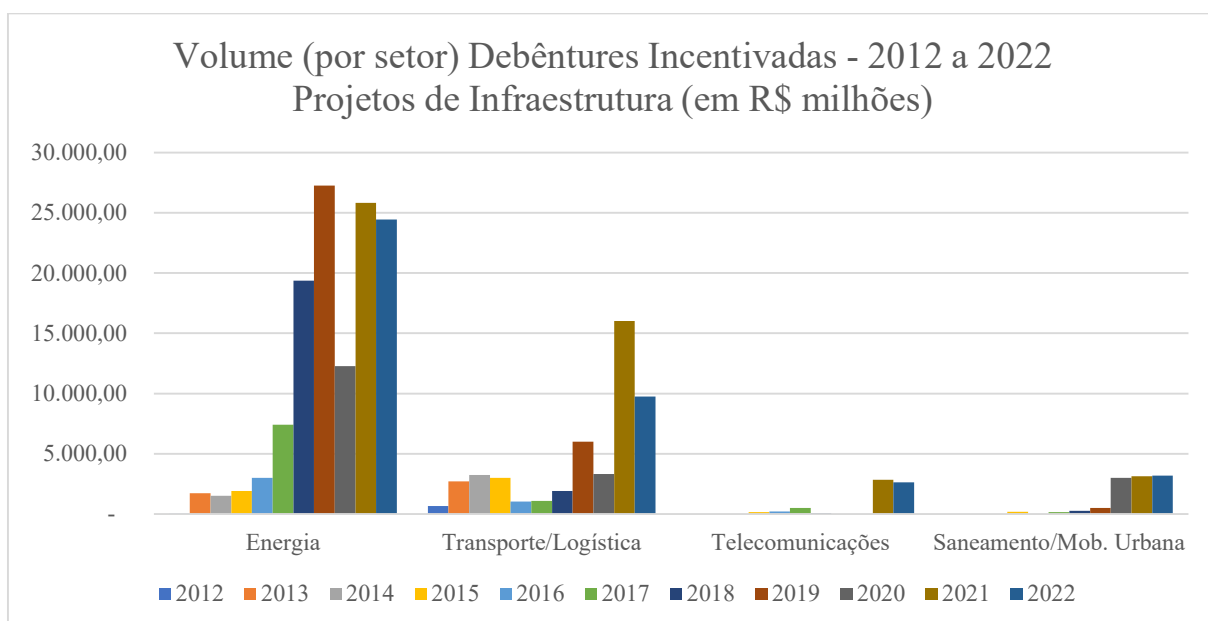
Gráfico 12 - Volume (% por setor) Debêntures de infraestrutura - 2012 a 2022
Projetos de Infraestrutura



Fonte: ANBIMA

Os setores de telecomunicações e saneamento, apesar de essenciais para a economia, receberam uma parcela menor de investimentos a partir da emissão de debêntures de infraestrutura, representando apenas 3,38% e 5,49% das emissões, respectivamente. Isso pode ser explicado pelo fato de que esses setores ainda enfrentam (eventualmente) desafios regulatórios e de investimento que entravam a atração de investimentos privados.

Gráfico 13 – Volume (por setor) Debêntures de infraestrutura - 2012 a 2022
 Projetos de Infraestrutura (em R\$ milhões)

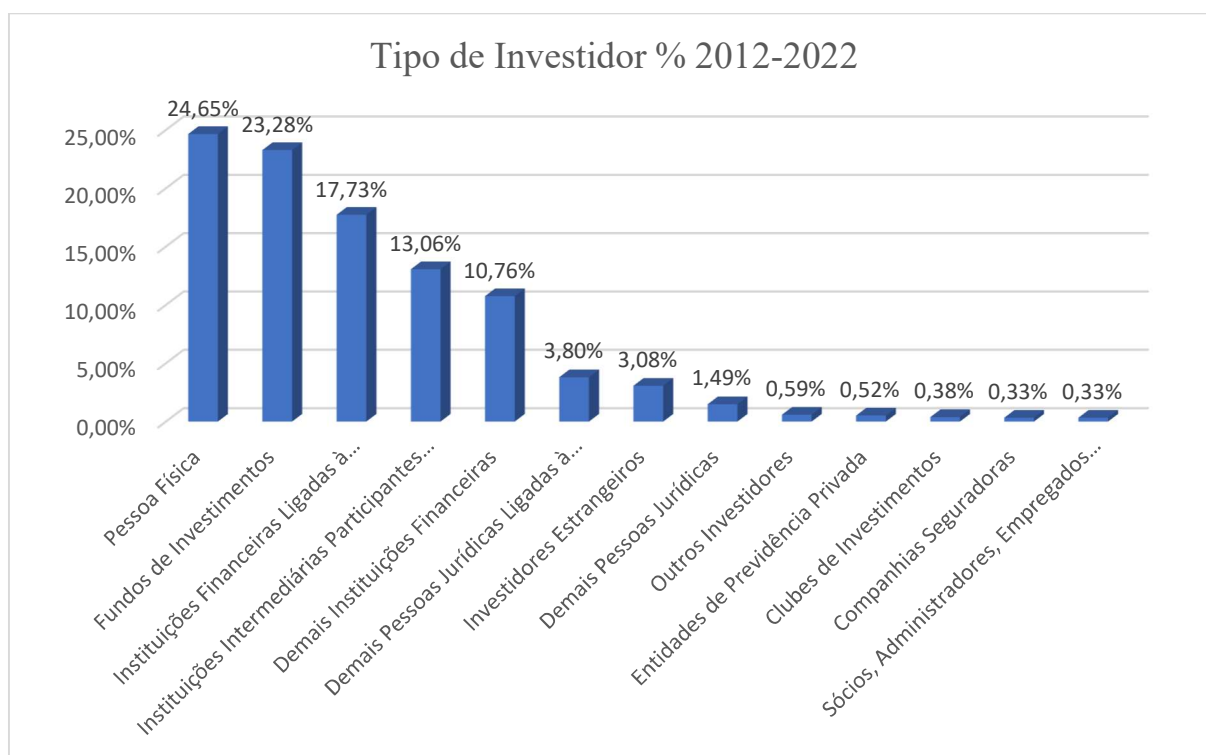


Fonte: ANBIMA

Dito isto, torna-se fundamental analisar e compreender os fatores que estão influenciando a distribuição dos investimentos em infraestrutura no país. A partir dessa análise, é possível identificar os setores que estão recebendo menos investimentos e propor ações para incentivar o financiamento de projetos nessas áreas, visando garantir o desenvolvimento sustentável do país.

4.3 – Análise da distribuição dos investidores em Debêntures de Infraestrutura no período

A distribuição dos valores investidos em debêntures de infraestrutura por investidor é um indicador importante para entender o perfil dos investidores que acreditam nesses projetos e estão dispostos a investir em sua realização. A análise desses dados pode ajudar a identificar tendências e comportamentos dos investidores, além de permitir que as empresas emitentes ajustem suas estratégias da captação de recursos de acordo com as necessidades do mercado.



Fonte: ANBIMA, Bancos Coordenadores e Anúncios de encerramento

Nesse contexto, a distribuição dos valores por investidor em debêntures de infraestrutura pode ser vista como um sintoma relevante para avaliar a atratividade desses títulos no mercado financeiro. Como podemos observar no quadro acima, existe uma variedade de perfil de investidor. A presença de investidores pessoa física e fundos de investimento, por exemplo, pode indicar uma maior democratização do acesso a esse tipo de investimento. Já a presença de instituições financeiras ligadas à emissora pode indicar uma estratégia de captação de recursos mais focada em investidores institucionais.

A distribuição dos valores por investidor mostrada no quadro acima demonstra uma predominância das pessoas físicas, que representam 24,65% do total investido entre 2012 e 2022. Esse dado pode ser explicado pela maior acessibilidade desse tipo de investimento para o público em geral, que busca rentabilizar seu dinheiro em alternativas mais rentáveis do que a poupança, por exemplo. O incentivo tributário dado mais fortemente às pessoas físicas, aliada a um período de taxas de juros básicas mais baixas em termos históricos e também a maior facilidade de acesso a esses instrumentos, como as plataformas de negociação disponibilizadas por corretoras como a XP e a Genial, por exemplo.

De acordo com a distribuição acima, as instituições financeiras ligadas à emissora representam uma parcela significativa, com 17,73% do total investido, representando o terceiro lugar. Essas instituições são aquelas que possuem algum tipo de relação com a emissora das debêntures, e que estão envolvidas com o financiamento de projetos de infraestrutura.

Essa presença expressiva das instituições financeiras ligadas à emissora pode ser explicada pela maior facilidade de acesso a informações e maior conhecimento sobre a qualidade dos projetos em questão. Além disso, muitas vezes essas instituições têm interesse estratégico em apoiar o desenvolvimento de projetos de infraestrutura que possam gerar novas oportunidades de negócios e contribuir para o crescimento da economia nacional. Outra possibilidade é o encarteiramento das debêntures quando do lançamento e posterior venda, quando o projeto estivesse mais maduro, dessas debêntures em mercado, aproveitando de uma maior demanda pelo produto.

Os fundos de investimento aparecem em segundo lugar na distribuição dos valores, com 23,28% do total investido, o que indica uma presença significativa dos investidores institucionais nesse mercado. É importante destacar que os fundos de investimento são compostos por diversos tipos de investidores, incluindo pessoas físicas, institucionais e

estrangeiros, o que pode impactar diretamente na rentabilidade e na liquidez das debêntures de infraestrutura.

Tabela 7 – Volume por tipo de investidor

Tipo Investidor (2012 - 2022)	Volume (em milhões R\$)	%
Pessoa Física	46.931,70	24,65%
Fundos de Investimentos	44.318,70	23,28%
Instituições Financeiras Ligadas à Emissora e/ou aos participantes do Consórcio	33.754,20	17,73%
Instituições Intermediárias Participantes do Consórcio de Distribuição	24.865,90	13,06%
Demais Instituições Financeiras	20.480,60	10,76%
Demais Pessoas Jurídicas Ligadas à emissora e/ou participantes do consórcio	7.244,10	3,80%
Investidores Estrangeiros	5.860,40	3,08%
Demais Pessoas Jurídicas	2.836,20	1,49%
Outros Investidores	1.124,00	0,59%
Entidades de Previdência Privada	996,90	0,52%
Clubes de Investimentos	727,80	0,38%
Companhias Seguradoras	637,40	0,33%
Sócios, Administradores, Empregados ligados à emissora	625,00	0,33%
TOTAL	190.402,90	100,00%

Fonte: ANBIMA

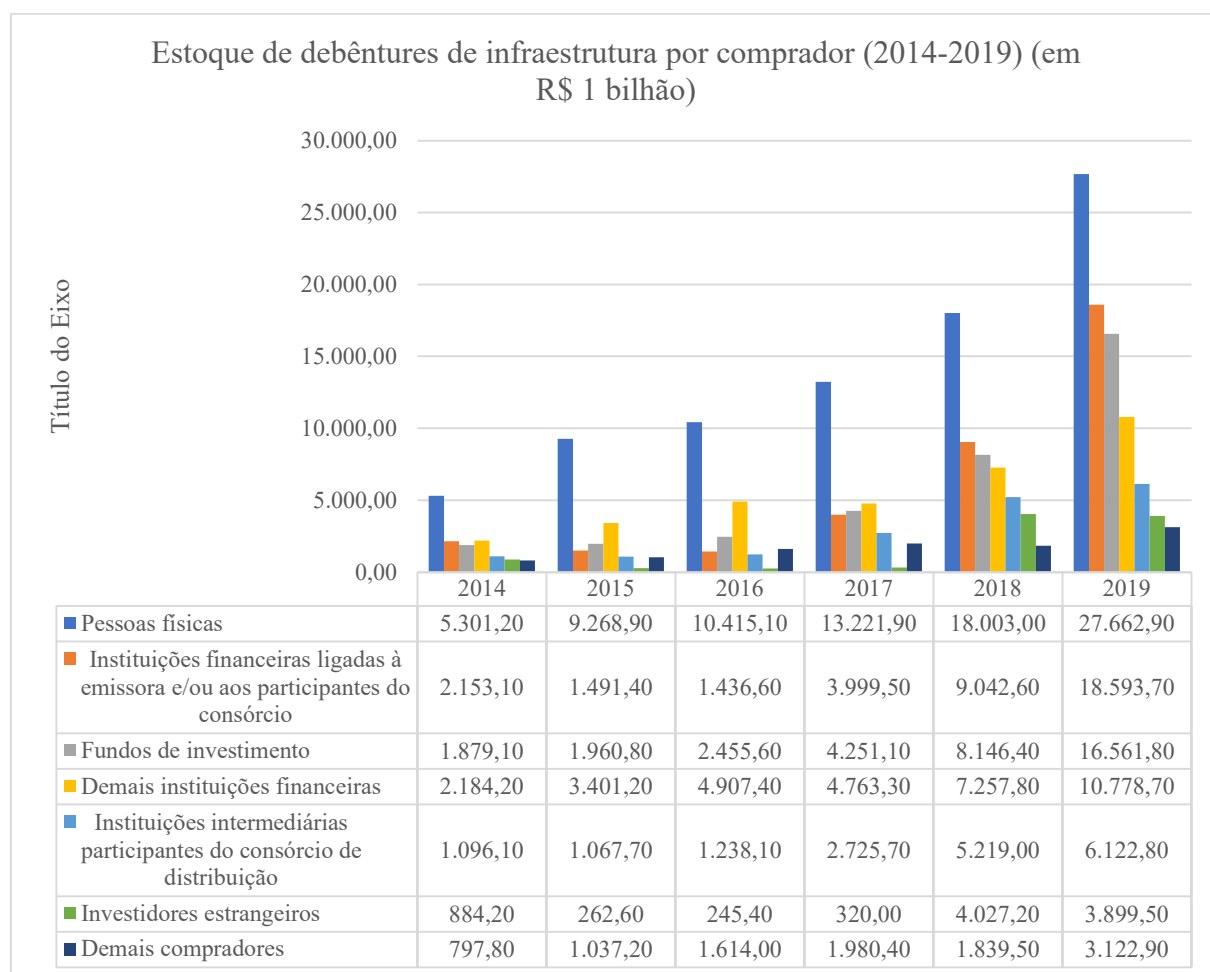
Já os investidores estrangeiros representam 3,08% do total investido, um número relativamente baixo se comparado a outros mercados financeiros. Isso pode ser explicado pelas particularidades do mercado de debêntures de infraestrutura no Brasil, que possui características próprias e uma regulamentação específica. Entretanto, essa participação pode aumentar no futuro, como por exemplo, na possibilidade de aprovação do PL 2646/2020, ou também numa perspectiva de que o país seja capaz de se consolidar como um destino atraente para investimentos em infraestrutura. A necessidade de que, mesmo investidor estrangeiro, seja pessoa física, para poder usufruir do incentivo tributário pode também explicar a baixa demanda desses papéis por esses investidores.

Essa distribuição pode ser influenciada por diversos fatores, como rentabilidade das debêntures, a acessibilidade das informações sobre as emissões e a facilidade de investimento para diferentes tipos de investidores. Em todo caso, a diversificação de investidores é importante para o mercado financeiro e pode trazer mais segurança e estabilidade para o setor.

É indispensável adentrar também nos números relativos ao estoque por comprador (dados de 2014 a 2019). Os principais tomadores das debêntures de infraestrutura

foram pessoas físicas, instituições financeiras emissoras (ou associadas) e fundos de investimento. Em 2014, o estoque detido por esses investidores foi de, respectivamente, R\$ 5,3 bilhões, R\$ 2,15 bilhões e R\$ 1,87 bilhão. Contudo, em 2019, esses valores aumentaram significativamente, chegando a R\$ 27,66 bilhões, R\$ 18,59 bilhões e R\$ 16,56 bilhões, conforme indicado no gráfico e tabela abaixo. Esse crescimento expressivo reflete o crescente interesse e confiança desses atores no uso das debêntures de infraestrutura como opção de investimento em projetos de infraestrutura.

Gráfico 14 – Estoque de debêntures de infraestrutura por comprador (2014-2019) (em R\$ 1 bilhão)



Fonte: Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas. Brasília: SPE/MF (Demais compradores: Demais pessoas jurídicas; Entidades de previdência privada; Demais pessoas jurídicas ligadas à emissora e/ou participantes do consórcio; Clubes de investimento; Outros investidores; Sócios, administradores, empregados ligados à emissora e Companhias seguradoras)

Fazendo um contraponto aos principais compradores listados acima, detalhamos agora os demais compradores. As entidades de previdência privada aumentaram seus investimentos em debêntures de infraestrutura de R\$ 639,9 milhões em 2014 para R\$ 992,5 milhões em 2016. No entanto, nos anos subsequentes, esse montante diminuiu, chegando a R\$ 675,8 milhões em 2019. Por outro lado, as companhias seguradoras apresentaram um investimento ainda menor em debêntures de infraestrutura, atingindo o valor máximo de R\$ 121,7 milhões em 2017 e reduzindo-se para R\$ 45,4 milhões em 2019. É fato que esses investidores ainda aplicam timidamente suas reservas em debêntures de infraestrutura, haja vista que o produto, de longo prazo e com taxas pré ou indexadas à inflação, possuem característica interessante para os fundos de pensão. A explicação para essa baixa demanda desses investidores nesses papéis tem a ver com a grande demanda por investidores pessoas físicas, o que achatou as taxas de emissão. Como os fundos de pensão já são isentos de imposto de renda, esse incentivo dado ao papel não os alcança. Daí a importância do PL 2646/2020 para esses investidores. Ao levar a isenção tributária para o emissor, as taxas de juros das debêntures de infraestrutura passariam a ser atraentes para esses fundos, o que aumentaria em muito os recursos que poderiam ser canalizados para infraestrutura via esse ativo.

A baixa participação dos investidores institucionais na aquisição de debêntures de infraestrutura é uma consequência direta das particularidades dos incentivos fiscais oferecidos, que não se alinham com suas estratégias e benefícios tributários já existentes. Esse cenário restringe a atratividade desses títulos para esse grupo de investidores, que optam por outras formas de alocação de recursos. Mesmo com o notável crescimento das emissões desse tipo de debênture após 2017, o segmento de investidores institucionais não foi impulsionado a aumentar sua participação nesse mercado, mantendo-se em uma posição relativamente discreta em comparação com outros perfis de compradores.

Tabela 8 – Estoque de debêntures de infraestrutura (demais compradores 2014-2019)

Demais Compradores Estoque de debêntures incentivadas por comprador (2014-2019) (Em R\$ 1 bilhão)						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Demais pessoas jurídicas	33,70	34,50	71,50	437,40	355,20	930,60
Entidades de previdência privada	639,90	487,60	992,50	623,60	526,70	675,80
Demais pessoas jurídicas ligadas à emissora e/ou participantes do consórcio	0,00	0,00	0,00	291,10	567,20	563,70
Clubes de investimento	27,00	75,10	129,70	129,20	55,20	398,40
Outros investidores	8,10	364,30	342,90	183,90	166,60	388,40
Sócios, administradores, empregados ligados à emissora	21,60	39,40	43,50	193,50	124,40	120,60
Companhias seguradoras	67,50	36,30	33,90	121,70	44,20	45,40
Total Demais Compradores	797,80	1.037,20	1.614,00	1.980,40	1.839,50	3.122,90

Fonte: Fonte: Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas. Brasília: SPE/MF

Por fim, os investidores estrangeiros demonstram alta oscilação em suas aplicações, visto que alocaram um adicional de R\$ 3,7 bilhões em debêntures de infraestrutura em 2018, mas reduziram os aportes no ano seguinte.

4.4 – Análise da quantidade e volume de Debêntures de Infraestrutura no período 2012 a 2022, uma comparação com debêntures não incentivadas no mercado secundário

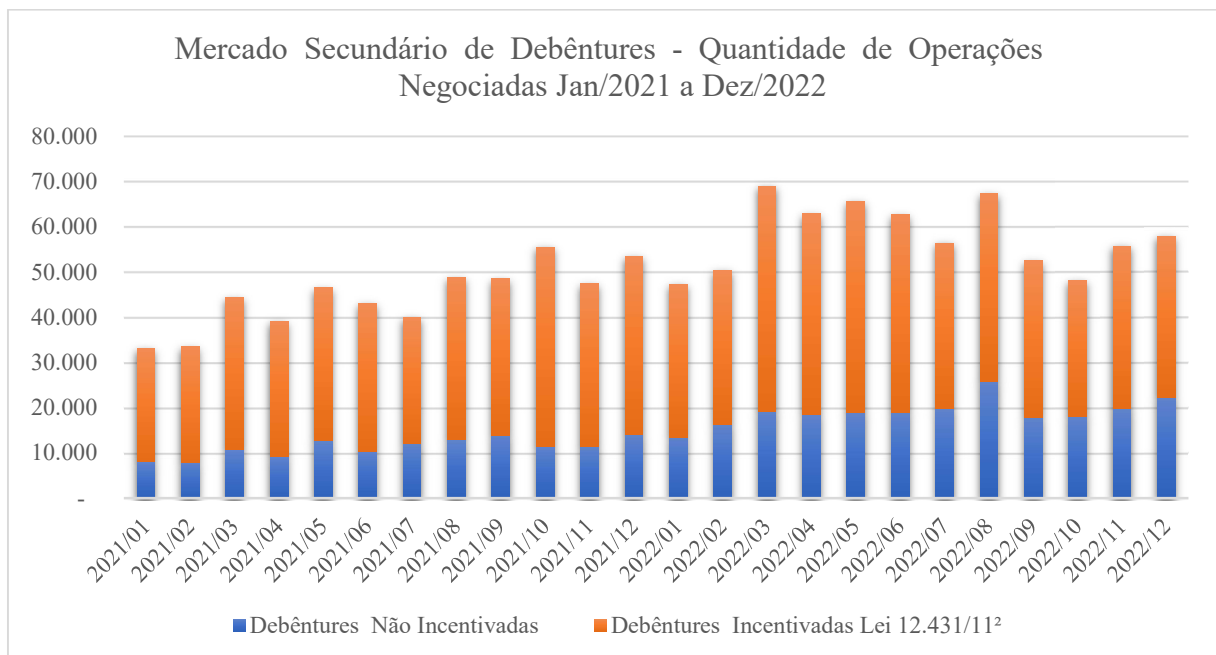
A criação de um mercado secundário para a negociação de títulos de debêntures de infraestrutura ganha relevância ao ser mencionada na exposição de motivos que acompanhou a Medida Provisória nº 517, de 2010, posteriormente convertida na Lei nº 12.431, de 2011. Nesse contexto, a exposição de motivos enfatiza que a atratividade do mercado primário não é o único aspecto relevante, mas também é fundamental garantir a viabilidade de futuras vendas dos títulos adquiridos no mercado secundário, além de possibilitar o acompanhamento da precificação desses títulos (BRASIL, 2010).

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. (Exposição de Motivos Interministerial nº 194/2010 - MF/MDIC/MC/MCT/MEC/MME/MP, BRASIL EM Diário Oficial de União, Brasília - DF, 2010).

Essa iniciativa visa aperfeiçoar o mercado financeiro ao oferecer uma via para a negociação contínua dos títulos de debêntures de infraestrutura após sua aquisição inicial, proporcionando maior liquidez aos investidores interessados. Com um mercado secundário bem estruturado, os detentores desses títulos têm a possibilidade de realizar operações de compra e venda de forma mais ágil e eficiente, conferindo maior dinamismo ao mercado como um todo. Além disso, a existência desse mercado secundário permite um monitoramento mais preciso das flutuações de preços, facilitando o acesso a informações importantes para a tomada de decisão por parte dos investidores. Portanto, o desenvolvimento desse mercado secundário é uma medida que busca estimular o investimento em debêntures de infraestrutura, fomentar o mercado de capitais e contribuir para o crescimento econômico do país (Oliveira, 2019).

Gráfico 15 – Mercado Secundário de Debêntures - Quantidade de Operações Negociadas Jan/2021 a Dez/2022



Fonte: ANBIMA

Analisando os dados do gráfico acima do mercado secundário de debêntures referentes ao período apresentado, é possível notar algumas tendências e diferenças entre as debêntures não incentivadas e as debêntures de infraestrutura pela Lei nº 12.431, de 2011.

Ao longo de todo o período (de janeiro de 2021 até dezembro de 2022), fica claro que as debêntures de infraestrutura têm uma quantidade significativamente maior de operações negociadas quando comparadas com as debêntures não incentivadas. Esse cenário é evidente em todos os meses analisados, refletindo a maior procura e interesse dos investidores nesse tipo de título que oferece benefícios fiscais específicos.

Tabela 9 – Quantidade operações negociadas no mercado secundário de debêntures de infraestrutura x debêntures não incentivadas

Mercado Secundário de Debêntures - Quantidade de Operações Negociadas					
Período	Debêntures Não Incentivadas	Debêntures Incentivadas Lei 12.431/11	Total	% Debêntures Não Incentivadas	% Debêntures Incentivadas Lei 12.431/11 ²
2021/01	8.087	25.075	33.162	24,39%	75,61%
2021/02	7.893	25.689	33.582	23,50%	76,50%
2021/03	10.762	33.610	44.372	24,25%	75,75%
2021/04	9.249	29.917	39.166	23,61%	76,39%
2021/05	12.686	33.804	46.490	27,29%	72,71%
2021/06	10.369	32.719	43.088	24,06%	75,94%
2021/07	12.050	27.894	39.944	30,17%	69,83%
2021/08	12.873	35.888	48.761	26,40%	73,60%
2021/09	13.875	34.612	48.487	28,62%	71,38%
2021/10	11.355	44.179	55.534	20,45%	79,55%
2021/11	11.329	36.105	47.434	23,88%	76,12%
2021/12	14.016	39.503	53.519	26,19%	73,81%
2022/01	13.524	33.792	47.316	28,58%	71,42%
2022/02	16.238	34.181	50.419	32,21%	67,79%
2022/03	19.197	49.826	69.023	27,81%	72,19%
2022/04	18.459	44.385	62.844	29,37%	70,63%
2022/05	18.876	46.747	65.623	28,76%	71,24%
2022/06	18.996	43.655	62.651	30,32%	69,68%
2022/07	19.799	36.649	56.448	35,07%	64,93%
2022/08	25.872	41.458	67.330	38,43%	61,57%
2022/09	17.767	34.757	52.524	33,83%	66,17%
2022/10	18.094	30.019	48.113	37,61%	62,39%
2022/11	19.743	36.009	55.752	35,41%	64,59%
2022/12	22.284	35.503	57.787	38,56%	61,44%
Total	363.393	865.976	1.229.369	29,56%	70,44%

Fonte: ANBIMA

No entanto, também se pode observar que ambas as categorias apresentam oscilações ao longo do tempo. As debêntures não incentivadas têm uma quantidade

relativamente estável de operações, com pequenas variações mensais, indicando uma demanda mais estável ao longo do período. Por outro lado, as debêntures de infraestrutura têm uma tendência de crescimento no número de operações negociadas ao longo dos meses, demonstrando um interesse crescente dos investidores nesse tipo de título. Essa maior liquidez no mercado secundário pode ser explicada pelo tipo de investidor característico de cada papel. Como as debêntures de infraestrutura são em grande parte detidas por pessoas físicas, por conta do modelo de incentivo tributário dado, esses tendem a ficar menos tempo com o papel. Assim, aumenta-se o giro desse instrumento no mercado secundário.

O total acumulado ao longo do período é revelador: as debêntures de infraestrutura têm um total de 865.976 (70,40%) operações negociadas, enquanto as debêntures não incentivadas registram um total de 363.393 (29,60%) operações. Essa diferença reforça a preferência dos investidores pelas debêntures de infraestrutura, impulsionadas pelos incentivos fiscais proporcionados pela legislação.

Tabela 10 – Volume negociado no mercado secundário de debêntures de infraestrutura x debêntures não incentivadas

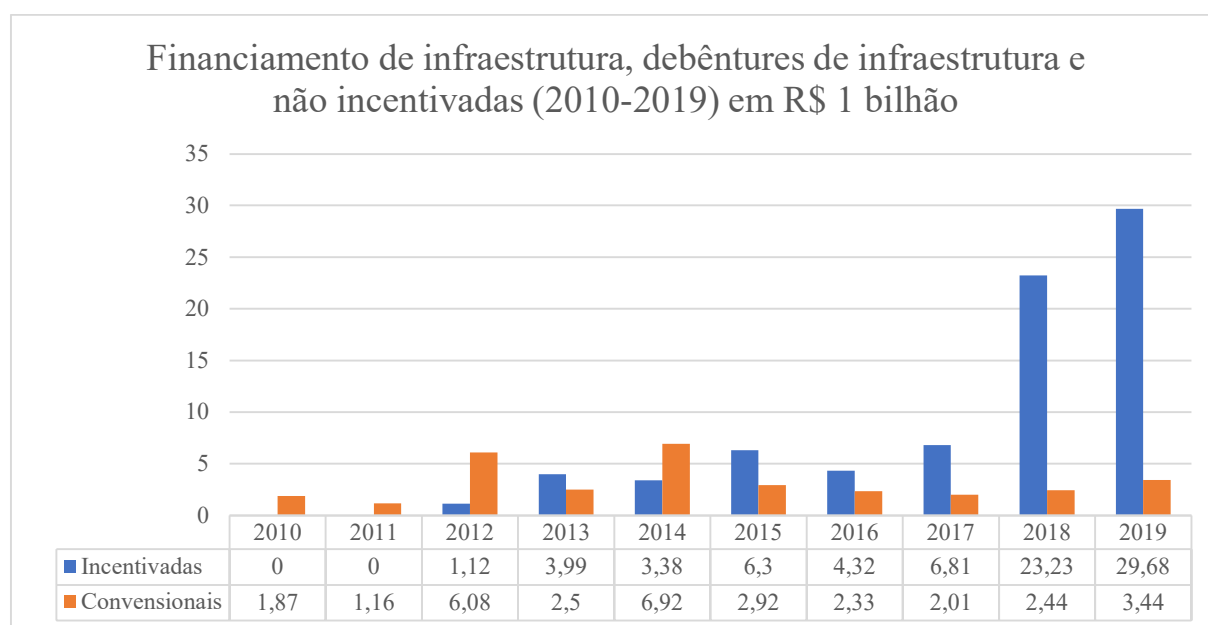
Mercado Secundário de Debêntures - Volume Negociado e Giro (R\$ milhões)							
Período	Debêntures Não Incentivadas			Debêntures Incentivadas Lei 12.431/11 ²			Volume Total Debêntures
	Debêntures Volume	Estoque Mercado	Giro (Volume/Estoque)	Debêntures Volume	Estoque Mercado	Giro (Volume/Estoque)	
2021/01	5.896,70	379.298,50	1,60%	4.677,10	121.243,30	3,90%	10.573,80
2021/02	7.728,80	482.434,40	1,60%	5.178,10	124.299,00	4,20%	12.906,90
2021/03	9.215,90	405.016,30	2,30%	6.678,80	128.660,20	5,20%	15.894,70
2021/04	9.108,10	388.806,80	2,30%	5.711,70	132.188,20	4,30%	14.819,80
2021/05	14.903,00	407.277,50	3,70%	5.811,50	137.201,60	4,20%	20.714,50
2021/06	15.447,80	416.683,20	3,70%	5.183,20	140.877,80	3,70%	20.631,00
2021/07	13.863,90	422.248,10	3,30%	4.754,80	147.316,10	3,20%	18.618,70
2021/08	16.229,10	441.048,60	3,70%	6.598,80	151.078,70	4,40%	22.827,90
2021/09	15.741,90	447.557,40	3,50%	6.403,10	154.418,00	4,10%	22.145,00
2021/10	14.952,20	462.652,30	3,20%	5.797,40	161.136,20	3,60%	20.749,60
2021/11	17.495,60	484.729,60	3,60%	5.614,90	166.145,90	3,40%	23.110,50
2021/12	16.131,10	497.058,80	3,20%	6.908,40	170.660,50	4,00%	23.039,50
2022/01	13.026,50	501.909,30	2,60%	5.447,70	173.453,50	3,10%	18.474,20
2022/02	14.525,50	510.105,70	2,80%	5.483,40	175.095,00	3,10%	20.008,90
2022/03	18.306,90	525.777,80	3,50%	8.431,10	179.941,20	4,70%	26.738,00
2022/04	18.750,50	535.563,60	3,50%	7.833,90	183.676,30	4,30%	26.584,40
2022/05	19.796,50	551.158,60	3,60%	8.614,80	196.182,30	4,40%	28.411,30
2022/06	22.170,00	571.411,90	3,90%	7.402,70	193.816,70	3,80%	29.572,70
2022/07	21.804,50	585.321,50	3,70%	6.713,90	200.403,50	3,40%	28.518,40
2022/08	25.313,10	597.537,10	4,20%	10.238,10	204.054,90	5,00%	35.551,20
2022/09	19.055,90	608.628,20	3,10%	5.995,50	207.085,20	2,90%	25.051,40
2022/10	16.290,90	604.189,20	2,70%	5.046,00	208.168,70	2,40%	21.336,90
2022/11	15.306,60	602.237,00	2,50%	6.565,10	210.525,30	3,10%	21.871,70
2022/12	19.624,80	619.711,70	3,20%	7.411,00	211.938,40	3,50%	27.035,80

Fonte: ANBIMA

Além dos dados apresentados acima, desde sua introdução em 2012, o título tem gradualmente ganhado popularidade entre os investidores, registrando, até 2019, um total de 296 emissões, com um volume agregado de cerca R\$ 90 bilhões, sendo a majoritária parte dos recursos destinados diretamente a investimentos em infraestrutura (conforme ilustrado no gráfico abaixo). A entrada dos novos títulos não apenas substituiu os recursos anteriormente alocados em debêntures convencionais (debêntures não incentivadas) por debêntures de infraestrutura, o que representou cerca de 90% do total no período de 2018 a 2019, mas também resultou em um considerável aumento do montante de recursos destinados ao financiamento de projetos.

A partir de sua criação, o título obteve uma aceitação crescente por parte dos investidores, tornando-se uma opção atrativa para canalizar recursos para projetos de infraestrutura, o que demonstra a relevância e a confiança no uso das debêntures de infraestrutura como instrumento de financiamento. Ao observar o período de 2018 a 2019, fica evidente que a preferência pelos novos títulos se consolidou, com a maior parte dos recursos sendo direcionados para esse tipo de debênture, e, conseqüentemente, impulsionando um aumento significativo do montante total investido em projetos de infraestrutura.

Gráfico 16 - Financiamento de infraestrutura, debêntures de infraestrutura e não incentivadas (2010-2019) em R\$ 1 bilhão



Fonte: ANBIMA

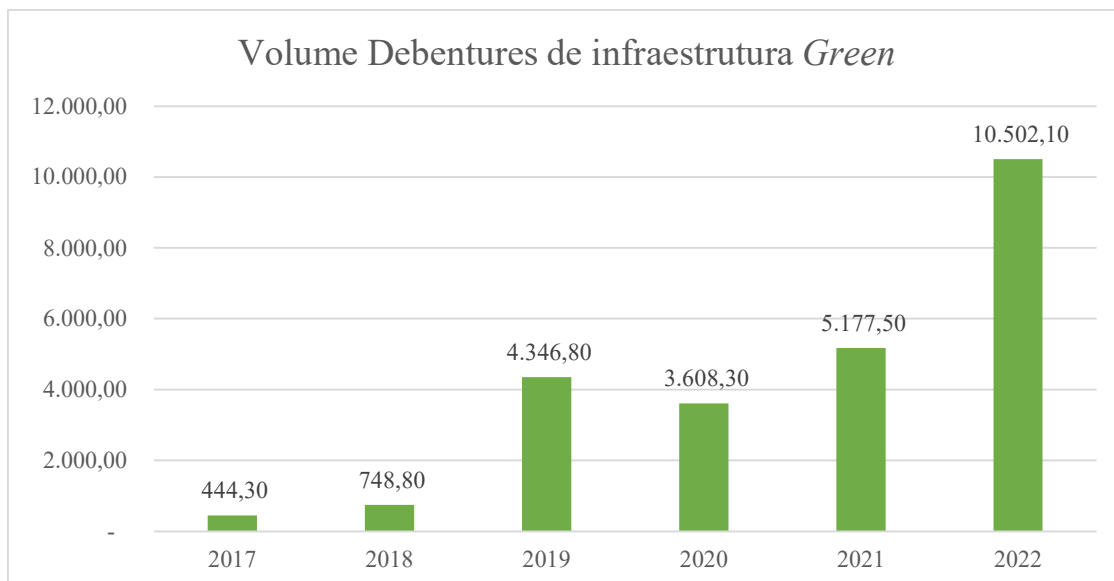
Em suma, os dados indicam que as debêntures de infraestrutura têm uma participação mais expressiva no mercado secundário de negociação em relação às debêntures não incentivadas. Esse cenário pode ser atribuído aos benefícios fiscais associados a esse tipo de título, que tornam as debêntures de infraestrutura mais atrativas para os investidores pessoas físicas, como dito acima, impulsionando o crescimento contínuo das operações ao longo do período analisado.

4.5 – Análise da quantidade e volume das Debêntures de Infraestrutura no período 2017 a 2022, emissões com certificação *Green*

A primeira debênture incentivada emitida com a certificação *green* foi no ano de 2017. A análise do volume em milhões de reais de debêntures de infraestrutura com a certificação *green* emitidas por ano no período entre 2017 e 2022 revela uma tendência de crescimento expressivo ao longo dos anos, indicando um aumento significativo no interesse por financiamentos sustentáveis e projetos alinhados com critérios ambientais, sociais e de governança (ESG).

Em 2017, foram emitidos R\$ 444,30 milhões em debêntures *green*, representando um início modesto nesse tipo de financiamento sustentável. No entanto, já no ano seguinte, o volume mais que dobrou, atingindo R\$ 748,80 milhões, indicando um aumento significativo no interesse das empresas por esse tipo de certificação para seus projetos de infraestrutura.

Gráfico 17 – Volume Debentures de infraestrutura *Green*



Fonte: ANBIMA

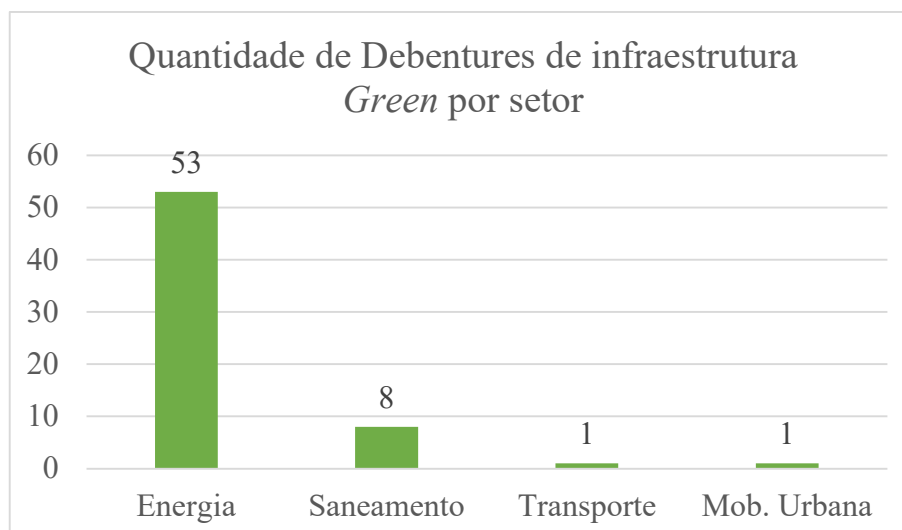
Em 2019, houve um salto impressionante no volume de emissões, chegando a R\$ 4.346,80 milhões. Esse crescimento substancial sinaliza um amadurecimento do mercado de debêntures *green* no Brasil e uma maior adesão das empresas a projetos sustentáveis.

Nos anos seguintes, o volume de emissões manteve-se elevado, embora com algumas oscilações. Em 2020, foram emitidos R\$3.608,30 milhões em debêntures *green*, e em 2021, esse número subiu para R\$ 5.177,50 milhões, reforçando a tendência de crescimento contínuo nessa área.

O ano de 2022 registrou um salto impressionante no volume de debêntures *green* emitidas, alcançando R\$ 10.502,10 milhões. Esse crescimento exponencial indica uma forte expansão do mercado de financiamentos sustentáveis e reflete o aumento da conscientização e comprometimento das empresas com a sustentabilidade ambiental.

Ao longo do período analisado, o volume total de debêntures de infraestrutura com a certificação *green* emitidas atingiu R\$24.827,80 milhões, demonstrando um crescimento expressivo e consistente ao longo dos anos. Esse cenário sugere que o mercado de financiamentos sustentáveis no Brasil está em franca expansão, com empresas e investidores cada vez mais comprometidos em apoiar projetos de infraestrutura que contribuam para um futuro mais sustentável e responsável com o meio ambiente.

Gráfico 18 – Quantidade de Debêntures de infraestrutura Green por setor



Fonte: ANBIMA e Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas¹⁴ de dezembro 2022 109ª edição

A análise da quantidade de debêntures de infraestrutura com a certificação *green* emitidas por setor no período entre 2017 e 2022 revela uma concentração significativa no setor de Energia, com 53 emissões, representando a grande maioria das debêntures *green* emitidas nesse período. Esse resultado indica um forte foco e interesse das empresas do setor energético em obter financiamentos com certificação *green* para projetos que visam a sustentabilidade ambiental.

Por outro lado, os setores de Saneamento, Transporte e Mobilidade Urbana apresentaram um número menor de emissões, com 8, 1 e 1 emissões, respectivamente, totalizando apenas 10 debêntures *green* emitidas entre esses três setores durante o mesmo período. Essa diferença de quantidade sugere que as empresas do setor de Energia estão liderando o movimento de busca por financiamentos sustentáveis, enquanto as demais áreas ainda estão em processo de adesão ou podem enfrentar desafios específicos na obtenção de certificações verdes para seus projetos de infraestrutura.

É importante destacar que a certificação *green* tornou-se uma estratégia relevante para as empresas que buscam investimentos alinhados com critérios ambientais, sociais e de governança (ESG). A crescente conscientização sobre as questões ambientais e a preocupação com a sustentabilidade têm impulsionado o interesse por esse tipo de

¹⁴ O Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas apresenta os principais dados e informações relacionados às debêntures incentivadas de infraestrutura (Lei nº 12.431/2011).
Periodicidade: mensal
Elaboração: Secretaria de Política Econômica (SPE) (Ministério da Fazenda, 2022)

financiamento. A concentração de emissões no setor de Energia pode refletir a natureza dos projetos nessa área, que frequentemente envolvem a adoção de tecnologias mais limpas e soluções ambientalmente responsáveis.

No geral, o aumento no número total de debêntures de infraestrutura com a certificação *green* emitidas ao longo dos anos mostra um movimento positivo em direção a uma economia mais sustentável. Ainda que a participação de outros setores ainda seja relativamente pequena em comparação com o setor de Energia, é possível que a tendência de investimentos verdes continue crescendo em diversas áreas da infraestrutura, contribuindo para o desenvolvimento de projetos mais alinhados com as preocupações ambientais e sociais.

5 – Considerações finais

O investimento em infraestrutura desempenha um papel fundamental no desenvolvimento econômico e social de um país, impulsionando a competitividade, promovendo a conectividade e criando condições para o crescimento sustentável. No entanto, financiar projetos de infraestrutura de grande escala é um desafio complexo devido aos altos custos e longos períodos para o retorno do investimento. Nesse contexto, a introdução de instrumentos financeiros específicos, como as Debêntures de Infraestrutura, com incentivos tributários, se revela de extrema importância.

Essas debêntures não apenas proporcionam uma fonte de financiamento acessível para projetos de infraestrutura, mas também incentivam a participação de investidores privados ao oferecer benefícios fiscais. Isso não somente alivia a pressão sobre os cofres públicos, mas também fomenta o desenvolvimento do mercado de capitais, ampliando as possibilidades de investimentos em projetos que são essenciais para o crescimento e a modernização do país.

Diversos fatores contribuíram para a rápida expansão das debêntures de infraestrutura após 2017. Um dos principais foi a redução das taxas de juros, possibilitada pelo novo regime fiscal implementado a partir de 2016. Além disso, a introdução da Taxa de Longo Prazo (TLP) pelo BNDES, que se alinha melhor com as condições do mercado, também teve um papel determinante na demanda por debêntures. Outro fator foi a edição do Decreto nº 8.874, de 2016 que desburocratizou o processo de emissão das debêntures de infraestrutura.

Outro fator relevante foi a ampliação da oferta de debêntures, que se tornou mais diversificada. Isso proporcionou aos investidores uma gama maior de opções, impulsionando ainda mais o interesse pelo instrumento. Como resultado dessas mudanças, o volume total de transações no mercado secundário de debêntures aumentou significativamente. Esses elementos em conjunto promoveram o crescimento das debêntures de infraestrutura e fortaleceram o mercado secundário desses títulos.

Este trabalho buscou analisar a Lei nº 12.431, de 2011 (e demais dispositivos infralegais relativos a esta Lei), os desembolsos do BNDES em infraestrutura, as emissões de debêntures de infraestrutura, e para apresentar os resultados das emissões de debêntures de infraestrutura foram utilizados os dados obtidos no site do BNDES sobre os desembolsos, o boletim informativo de debêntures de infraestrutura do Ministério da Economia e os dados

obtidos no site da ANBIMA sobre a emissão das debêntures de infraestrutura no período de 2012 a 2022.

A tendência de crescimento da emissão das debêntures de infraestrutura percebida entre os anos de 2012 e 2022, pode refletir a importância da infraestrutura para o desenvolvimento econômico nacional e a busca por novas fontes de financiamento para viabilizar os projetos nesse setor.

Esse aumento expressivo das emissões de debêntures a partir de 2017 poderia estar relacionado também com a retomada de investimentos privados em infraestrutura no país, que se intensificaram, na medida em que observamos a diminuição dos desembolsos do BNDES.

Nesse contexto, as debêntures de infraestrutura representam proveitos tanto para investidores, com a possibilidade de diversificar suas carteiras e obter retornos atrativos, quanto para as empresas, que conseguem recursos com taxas de juros mais atrativas do que as praticados pelo mercado.

Os resultados apresentados nesta análise indicam que após 2017, a rápida expansão das debêntures de infraestrutura pode ser atribuída a diversos fatores que influenciaram a demanda por esses títulos. Entre eles, destaca-se a redução das taxas de juros proporcionada principalmente pelo novo regime fiscal implementado após 2016, juntamente com a introdução da Taxa de Longo Prazo (TLP) pelo BNDES, que trouxe maior alinhamento com as condições de mercado. Essas mudanças foram determinantes para impulsionar a procura por debêntures de infraestrutura, que passaram a ser mais atrativas para os investidores.

Além disso, a maior disponibilidade e diversificação de debêntures no mercado também contribuíram para o aumento da demanda a partir da vigência do Decreto nº 8.874, de 2016. A popularização desse instrumento financeiro resultou em um significativo crescimento do volume total de transações dos títulos no mercado secundário, que saltou de R\$ 3,7 bilhões para R\$ 43,68 bilhões durante o período de 2014 a 2019. Esse expressivo aumento reflete a crescente aceitação e confiança dos investidores nesse tipo de investimento, impulsionando o mercado de debêntures de infraestrutura e tornando-as uma opção cada vez mais relevante no cenário de investimentos em infraestrutura.

Corroborando todos os avanços alcançados nos últimos anos por meio dos dados e análises contidas neste texto, ainda existem desafios a serem superados para a consolidação desse mercado, como por exemplo atrair pessoas jurídicas e investidores institucionais, bem como investidores estrangeiros para investimentos na infraestrutura brasileira.

As características dos incentivos fiscais associados às debêntures de infraestrutura resultaram em uma absorção limitada dessas emissões em alguns setores do mercado. Especificamente, investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, não foram amplamente favorecidos pela Lei nº 12.431, de 2011, devido à já existente isenção fiscal que desfrutam. Como resultado, a participação desses investidores na compra desse instrumento tem sido historicamente baixa. Mesmo com a rápida expansão das emissões de debêntures de infraestrutura após 2017 e o conseqüente aumento de seu estoque, a aquisição desses títulos por parte desses investidores permaneceu consideravelmente inferior em comparação com a compra realizada por pessoas físicas e fundos de investimento.

Assim, a partir dos dados coletados e analisados neste trabalho, é possível compreender que a emissão de debêntures de infraestrutura tem se mostrado uma alternativa viável e cada vez mais utilizada no Brasil, contribuindo para o desenvolvimento do país e para a diversificação das fontes de financiamento das empresas.

Como sugestão de trabalhos futuros, seria interessante aprofundar a pesquisa buscando: a) analisar o impacto da política pública, antes e depois da Lei nº 12.431, de 2011; b) mensurar o custo dessa política pública para o Orçamento Federal (perda de arrecadação) vis-a-vis o ganho proporcionado com o maior investimento na infraestrutura; c) avaliar o uso das debêntures de infraestrutura, considerando-se a heterogeneidade do setor, a identificação da forma como os diferentes setores de infraestrutura se financiam; d) Projeto de Lei 2.646/2020 – realizar um estudo que estabeleça com rigor qual seria de fato o efeito do PL sobre o montante de financiamento em infraestrutura realizado via esse instrumento; e e) analisar o impacto socioambiental gerado pelos projetos financiados por meio de debêntures incentivadas *Green*.

Portanto, mesmo diante de perspectivas desafiadoras, como mudanças na dinâmica econômica global e desafios ambientais, os investimentos em infraestrutura permanecem como uma peça fundamental para impulsionar o desenvolvimento do país.

6 – Referências

- Assaf Neto, A. (2015). *Mercado Financeiro - 13ª Edição*.
- Assaf Neto, A. (2018). *Mercado Financeiro - 14ª Edição*.
- Barbosa, N., & Pereira De Souza, J. A. (2009). *A inflexão do governo Lula: Política econômica, crescimento e distribuição de renda*.
<https://nodocuments.files.wordpress.com/2010/03/barbosa-nelson-souza-jose-antonio-pereira-de-a-inflexao-do-governo-lula-politica-economica-crescimento-e-distribuicao-de-renda.pdf>
- BRASIL. (2011). *Lei nº 12.431, de 24 de Junho de 2011*.
https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112431.htm
- BRASIL. (2016). *Decreto 8.874, de 11 de Outubro de 2016*.
www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/decreto/D8874.htm
- BRASIL EM. (2010). *Exposição de Motivos Interministerial nº 194/2010 - MF - /MDIC/MC/MCT/MEC/MME/MP*. www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/Exm/
- BRASIL MP. (2010). *Medida Provisória nº 517, de 30 de Dezembro de 2010*.
www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/mpv/517impresao.htm
- COHEN, I. (2022). Como PL das debêntures poderá deslançar investimentos em infraestrutura? *JOTA*.
https://bdm.unb.br/bitstream/10483/7989/1/2014_FilipeCarneiroBicalho.pdf
- de Abreu, C. R., & Câmara, L. M. (2014). O orçamento público como instrumento de ação governamental: Uma análise de suas redefinições no contexto da formulação de políticas públicas de infraestrutura. *Revista de Administração Pública*, 49(1), 73–90. <https://doi.org/10.1590/0034-76121776>
- Guimarães, I. A., & Freitas, S. (2019). *O PAPEL DO INVESTIMENTO EM INFRAESTRUTURA E SUA RELAÇÃO COM O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO DO BRASIL (1940-2018)*.
<https://www.eumed.net/rev/oel/2019/07/desenvolvimento-economico-brasil.html>
- Lopes Rocha, I., & Saulo Marques Ribeiro, R. (2022). *INFRAESTRUTURA NO BRASIL: CONTEXTO HISTÓRICO E PRINCIPAIS DESAFIOS*.
https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/11401/4/Concess%C3%B5es_e_Parcerias_Cap01.pdf
- Machado, R. A. (2013). Políticas de Infraestrutura Econômica Logística e Arranjos de Coordenação na Administração Pública Federal Brasileira no Governo Lula. In *Revista Eletrônica de Ciência Política* (Vol. 4, Issue 2).
<https://revistas.ufpr.br/politica/article/view/33600/21577>

- Ministério da Fazenda. (2022). *Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas Dezembro 2022 109ª Edição*. <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-de-debentures-incentivadas>
- Morettini, F. (2019). *Financiamento de longo prazo e desenvolvimento: uma análise da regulação das debêntures de infraestrutura no financiamento nacional entre os anos de 2011 e 2016*. https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-07082020-020036/publico/3488827_Tese_Corrigida.pdf
- Najan, L. (2020). *Debêntures de Infraestrutura: uma análise sob a ótica do fomento no Estado Regulador*. https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2021/2/2021_02_1007_1042.pdf
- Oliveira, P. G. (2019). *Os Entraves Institucionais para uma Maior Participação do Setor Privado no Financiamento da Infraestrutura: O Caso das Debêntures Incentivadas*.
- Pêgo e Campos Neto (2010) *Infraestrutura Econômica no Brasil: Diagnósticos e Perspectivas para 2025*. Bolívar Pêgo e Carlos Alvares da Silva Campos Neto (Organizadores) Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília: Ipea, 2010.
- Pereira, T. R., & Miterhof, M. T. (2018). O Papel do BNDES e o financiamento do desenvolvimento: considerações sobre a antecipação dos empréstimos do Tesouro Nacional e a criação da TLP. *Economia e Sociedade*, 27(3), 875–908. <https://doi.org/10.1590/1982-3533.2018v27n3art7>
- R. Frischtak, C., M. Rodrigues, A., Faria, M., Bellon, L., & Canini, R. (2022). Uma Análise do Financiamento em Infraestrutura e o Projeto de Lei das Debêntures. *Livros, Concessões e parcerias*, 119–156. <https://doi.org/10.38116/978-65-5635-040-0/capitulo4>
- Wajnberg, D. (2014). *Debêntures de infraestrutura: emissões realizadas e perspectivas*. <http://www.bndes.gov.br/bibliotecadigital>
- Wajnberg, D. (2015). Cinco anos de debêntures de infraestrutura: uma avaliação de efetividade do instrumento. *Revista Do BNDES*, 123–173. https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/7084/1/RB%2044%20Cinco%20anos%20de%20deb%c3%aantures%20de%20infraestrutura_P.pdf
- Wajnberg, D., & Capistrano, E. (2016). Debêntures de projetos de infraestrutura: uma comparação entre as experiências brasileira e internacional. *Revista Do BNDES*, 1–59. https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/10156/1/RB%2046%20Deb%c3%aantures%20de%20projetos%20de%20infraestrutura_P_BD.pdf