

Renda Fixa

Carta Riza Asset | 06

Debêntures Incentivadas: o novo ciclo da infraestrutura

Carta Riza Asset

Debêntures Incentivadas:
o novo ciclo da infraestrutura

Outubro | 2026

Índice

Introdução e Objetivo 03

Investimento em infraestrutura e o desenvolvimento do mercado de debêntures incentivadas 04

Mudança do funding: BNDES e mercado de capitais 06

A migração do funding na prática: o caso do saneamento 08

O próximo ciclo: rodovias e o supply de debêntures incentivadas 10

Nossa visão 12

Fontes, siglas e disclaimer 14

Introdução e Objetivo

A necessidade de ampliar os investimentos em infraestrutura no Brasil está longe de ser uma discussão recente. Desde 2010, o país investe entre 1,5% e 2,2% do PIB por ano no setor, patamar ainda insuficiente para aproximar o estoque de capital brasileiro daquele observado em economias mais desenvolvidas. Nos últimos anos, porém, algumas das condições necessárias para que esse investimento ganhasse escala começaram a ser construídas. Novos marcos regulatórios, modelos de concessão mais maduros e instrumentos de financiamento ampliaram a capacidade de estruturar projetos de longo prazo e atrair capital privado. Entre esses instrumentos, as debêntures incentivadas, criadas pela Lei 12.431, ganharam especial relevância ao conectar diretamente a necessidade de financiamento da infraestrutura ao mercado de capitais.

Essa transformação também refletiu uma mudança importante na forma como o país organiza e financia seus investimentos. A partir da crise econômica de meados da década passada, o setor público perdeu espaço, enquanto reformas como o Marco Legal do Saneamento e as mudanças nos contratos de concessões rodoviárias ajudaram a aumentar a segurança jurídica e a previsibilidade dos projetos. Esse amadurecimento foi particularmente importante em infraestrutura, uma atividade intensiva em capital, com investimentos elevados no início e retorno distribuído ao longo de muitos anos. Nesse contexto, tão importante quanto conceder novos projetos passou a ser garantir uma estrutura de *funding* capaz de acompanhá-los.

Durante muitos anos, essa função esteve concentrada no BNDES e no próprio setor público. Com a redução dessa participação, surgiu uma questão central: **quem financiaria o novo ciclo de investimentos em infraestrutura?** A resposta começou a aparecer no próprio desenvolvimento do mercado de capitais. Bancos, investidores institucionais, pessoas físicas e fundos de crédito passaram a ocupar uma parcela crescente desse financiamento, enquanto as debêntures incentivadas deixaram de ser apenas um instrumento complementar e ganharam espaço relevante na estrutura de capital dos projetos.

É justamente dessa mudança que nasce este estudo. Mais do que discutir quanto o Brasil precisa investir em infraestrutura, buscamos entender quanto desse investimento deverá passar pelo mercado de capitais e qual será a necessidade de oferta de debêntures incentivadas nos próximos anos. A discussão ganha ainda mais importância diante do novo ciclo de investimentos em transportes, particularmente em rodovias, onde o aumento do número de concessões e dos projetos previstos deve exigir um volume relevante de capital ao longo dos próximos anos.

Para responder a essa pergunta, começamos dimensionando a necessidade de investimento em infraestrutura no Brasil, a evolução da participação do capital privado e o desenvolvimento do mercado de debêntures incentivadas. Em seguida, analisamos como a estrutura de *funding* mudou ao longo do tempo, com menor protagonismo do BNDES e maior participação do mercado de capitais. Depois, utilizamos o saneamento como exemplo de uma migração já mais avançada e aprofundamos a análise do setor transportes, onde o novo ciclo de concessões de rodovias deve exigir volumes crescentes de financiamento. Ao final, a discussão volta para o mercado de crédito: diante de um volume crescente de projetos e emissões, buscamos entender quem deverá absorver esse novo risco e qual será o papel dos fundos e dos gestores de crédito nesse processo.

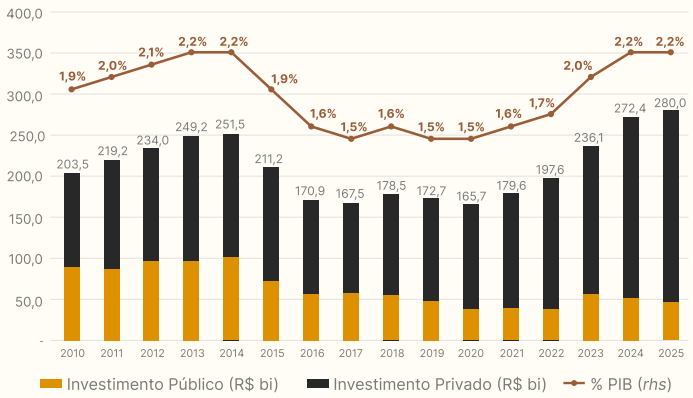
Investimento em infraestrutura e o desenvolvimento do mercado de debêntures incentivadas

O investimento em infraestrutura no Brasil é uma discussão recorrente há décadas. A estabilização econômica iniciada com o Plano Real, em 1994, e a criação da Lei de Concessões, em 1995, ajudaram a construir um ambiente mais previsível para projetos de longo prazo, algo especialmente relevante em infraestrutura, onde os investimentos exigem volumes elevados de capital e prazos de maturação muito superiores aos observados em financiamentos corporativos tradicionais. A partir daí, ativos de energia elétrica, rodovias e outros segmentos começaram a ganhar espaço nos programas de concessões e privatizações, ampliando gradualmente a participação do capital privado no setor.

Esse movimento ganhou escala ao longo dos anos seguintes. Entre 1990 e 2000, o investimento médio em infraestrutura ficou próximo a 2,3% do PIB, incluindo telecomunicações, e chegou a aproximadamente R$ 250 bi em 2014, ou 2,2% do PIB. Naquele momento, porém, o setor público ainda respondia por cerca de 40% dos investimentos realizados, enquanto os demais 60% vinham do setor privado, como mostra a Figura 1. Além disso, parte relevante desse capital privado estava ligada a grupos de construção que participavam das concessões também como forma de originar contratos de obras e serviços, e não necessariamente como operadores de infraestrutura de longo prazo.

Figura 1

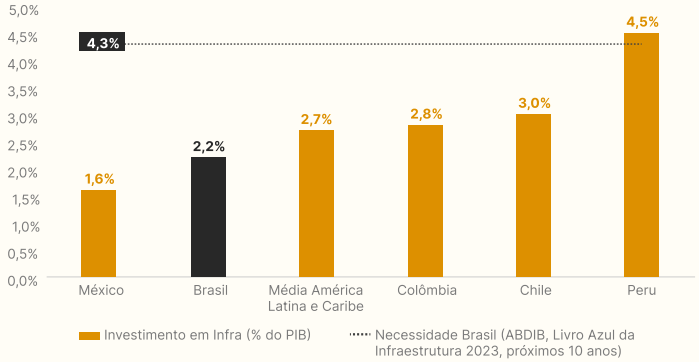
Investimento em Infraestrutura no Brasil
(R$ bi e % do PIB)



A recessão entre 2014 e 2016 e os efeitos da Operação Lava Jato alteraram de forma importante essa dinâmica. Entre 2014 e 2017, o investimento em infraestrutura recuou cerca de 33,4%, exigindo uma revisão dos modelos de concessão e da relação entre o setor público e os investidores privados. Desde então, o capital privado passou a assumir um papel cada vez mais relevante na retomada dos investimentos. Em 2025, o volume investido voltou para aproximadamente R$ 280 bi, novamente próximo a 2,2% do PIB, mas agora com cerca de 84% desse total vindo do setor privado. Ou seja, o nível agregado de investimento pouco mudou em relação a uma década antes, mas quem financia e executa esses projetos mudou de forma significativa.

Figura 2

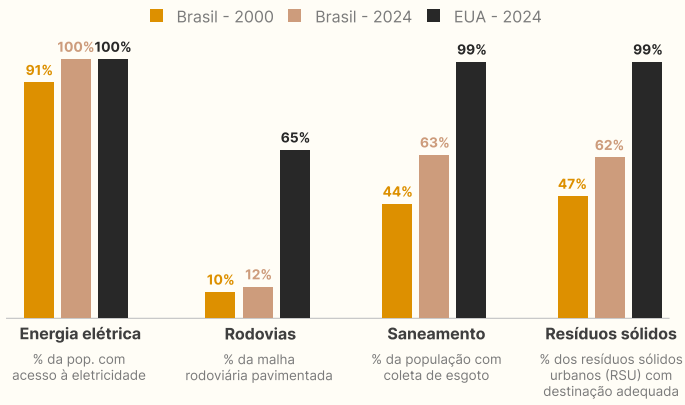
Investimento em Infraestrutura | Comparação Internacional (% do PIB)



Ainda assim, o Brasil permanece distante do volume de investimento necessário para reduzir seus gargalos de infraestrutura. Entre 2016 e 2025, os investimentos no setor cresceram a uma taxa composta de crescimento anual (CAGR) de 5,6%, bem acima dos 2,2% observados entre 2010 e 2025. Mesmo com essa aceleração, o país ainda investe menos que economias emergentes como Colômbia, Chile e Peru, conforme apresentado na Figura 2. Segundo a ABDIB - Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base, seria necessário investir aproximadamente 4,3% do PIB ao ano durante uma década para aproximar a infraestrutura brasileira do nível de serviço observado em economias desenvolvidas. Esse déficit também não é homogêneo: enquanto alguns segmentos, como energia elétrica, já apresentam níveis elevados de cobertura, setores como rodovias, saneamento e gestão de resíduos ainda carregam déficits relevantes, como mostra a Figura 3. É justamente nesses setores que se concentra boa parte da oportunidade de novos investimentos.

Figura 3

Gap de Infraestrutura | Brasil x EUA

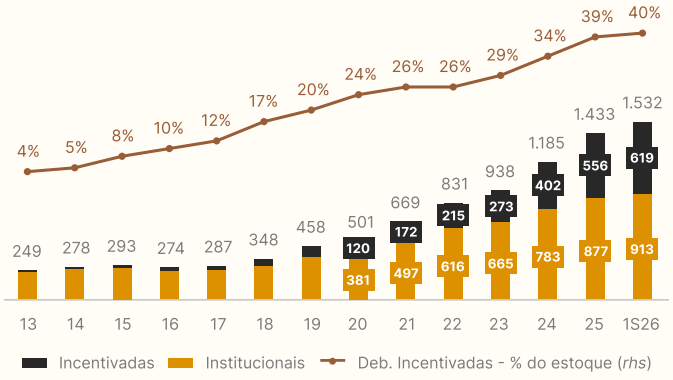


A expansão do investimento privado, contudo, exigia também uma fonte de financiamento capaz de acompanhar projetos cada vez maiores e mais longos. Um dos principais marcos nesse processo foi a criação das debêntures incentivadas pela Lei 12.431, em 2011. Ao oferecer isenção de Imposto de Renda sobre os rendimentos para pessoas físicas e permitir que fundos de infraestrutura investissem em títulos vinculados a projetos elegíveis, o instrumento aproximou o mercado de capitais das necessidades de financiamento da infraestrutura, tanto em volume quanto em prazo.

Esse mercado ganhou ainda mais relevância nos últimos anos. A partir da pandemia, com a ampliação do número de projetos enquadrados na Lei 12.431, o estoque de debêntures incentivadas passou de aproximadamente R$ 120 bi para R$ 556 bi ao final de 2025, um crescimento anual médio de 35,9%, acima dos 18,1% observados nas debêntures institucionais no mesmo período. Como mostra a Figura 4, a participação das incentivadas no mercado de debêntures também avançou de 24% para aproximadamente 40% em 2026. Esse crescimento refletiu não apenas o maior volume de projetos e concessões, mas também o aumento da demanda por esses ativos, tanto por pessoas físicas quanto por fundos de infraestrutura.

Figura 4

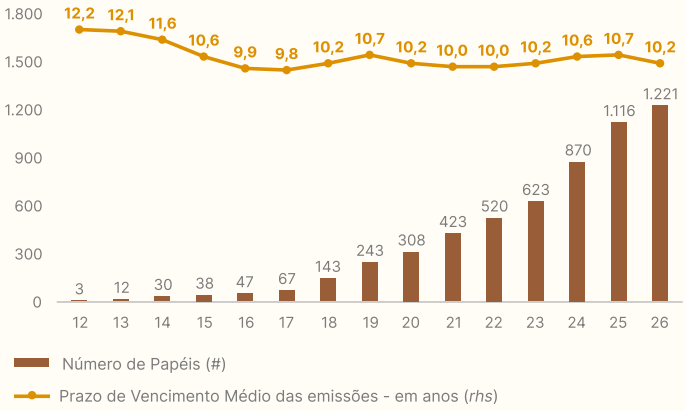
Evolução do Mercado de Debêntures (R$ bi)



Além do crescimento em volume, o mercado também ganhou profundidade. Como mostra a Figura 5, o número de papéis incentivados passou de apenas 3 em 2012 para mais de 1.200 em 2026, enquanto o prazo médio das emissões permaneceu próximo de 10 anos ao longo de praticamente todo o período. Essa combinação é especialmente relevante para infraestrutura: o mercado não apenas passou a financiar um número maior de projetos, como conseguiu fazê-lo preservando prazos compatíveis com ativos de maturação longa.

Figura 5

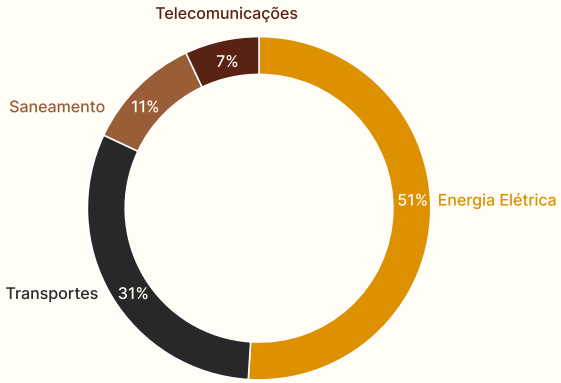
Prazo Médio das Emissões & Número de Papéis



A composição desse estoque ajuda a mostrar onde essa transformação já ocorreu e onde ela ainda pode avançar. O setor elétrico permanece como o principal emissor de debêntures incentivadas, enquanto transportes e saneamento vêm ganhando participação, como apresentado na Figura 6. Não por acaso, são justamente setores que passaram por mudanças regulatórias e contratuais importantes nos últimos anos, como o Marco Legal do Saneamento e a revisão dos modelos de concessão rodoviária.

Figura 6

Debêntures Incentivadas - Distribuição Setorial das emissões em 2024 (%)



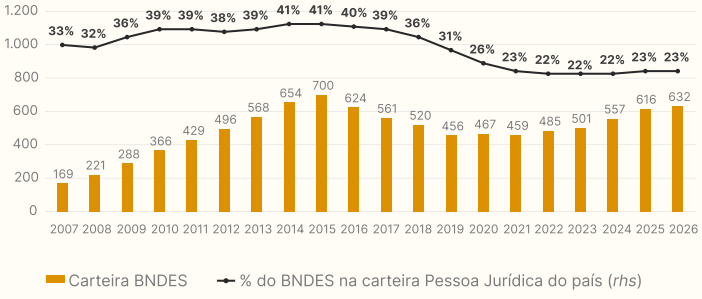
O crescimento desse mercado, portanto, não pode ser separado da própria expansão da infraestrutura privada no Brasil. À medida que o capital privado passou a assumir uma parcela maior dos investimentos, as debêntures incentivadas ganharam escala, profundidade e prazo para acompanhar essa necessidade de financiamento. A partir daqui a questão passa a ser entender como essa mudança alterou a estrutura de *funding* da infraestrutura no país e quais agentes passaram a ocupar um papel cada vez mais relevante nesse processo.

Mudança do funding: BNDES e mercado de capitais

Como discutido na seção anterior, projetos de infraestrutura combinam investimentos elevados nos primeiros anos com contratos de concessão longos e geração de caixa distribuída ao longo do tempo. Por isso, tão importante quanto o custo do capital é a existência de fontes de financiamento com volume e prazo compatíveis com a maturação dos projetos. Durante décadas, essa função foi desempenhada principalmente pelo BNDES, que, desde os anos 1960, participou do financiamento de alguns dos principais projetos de infraestrutura do país e se consolidou como o principal provedor de crédito de longo prazo da economia brasileira.

Figura 7

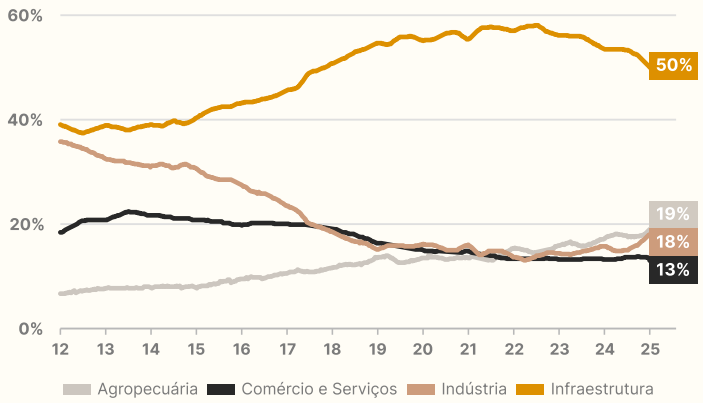
Carteira de Crédito do BNDES (R$ bi)



Esse papel ganhou ainda mais relevância a partir dos anos 2000. Em um ambiente marcado por políticas de estímulo ao crédito, taxas subsidiadas e programas como o PAC (Programa de Aceleração do Crescimento), a carteira de crédito do BNDES cresceu a um ritmo médio de 19,4% ao ano entre 2007 e 2015, alcançando aproximadamente R$ 700 bi. Naquele momento, o banco respondia por cerca de 41% de todo o crédito destinado a pessoas jurídicas no país. Embora infraestrutura já fosse o principal destino dos recursos, com 39% da carteira em 2015, a atuação do banco ainda era bastante diversificada, com indústria representando 32% e comércio e serviços outros 21%, como mostra a Figura 8.

Figura 8

Carteira do BNDES | Setores de atuação (%)



A crise econômica da década passada marcou uma inflexão nessa dinâmica. Com a redução do crédito subsidiado e a revisão da atuação do banco, a carteira do BNDES recuou para aproximadamente R$ 456 bi em 2019 e permaneceu relativamente estável nos anos seguintes. Ao mesmo tempo, o estoque total de crédito corporativo no país continuou crescendo, reduzindo de forma significativa a participação relativa da instituição. Em 2021, infraestrutura já representava 57% da carteira do banco, evidenciando uma atuação mais concentrada no setor, mas sobre um balanço menor. Em uma métrica mais ampla, a participação do BNDES no crédito total do país recuou de cerca de 19,6% em dezembro de 2016 para 8,5% ao fim de 2025.

Foi justamente nesse intervalo que o mercado de capitais começou a ocupar uma parcela maior do financiamento de longo prazo. Com menor disponibilidade de crédito subsidiado e taxas do BNDES cada vez mais próximas das condições de mercado, as concessionárias passaram a buscar fontes alternativas e mais diversificadas de capital.

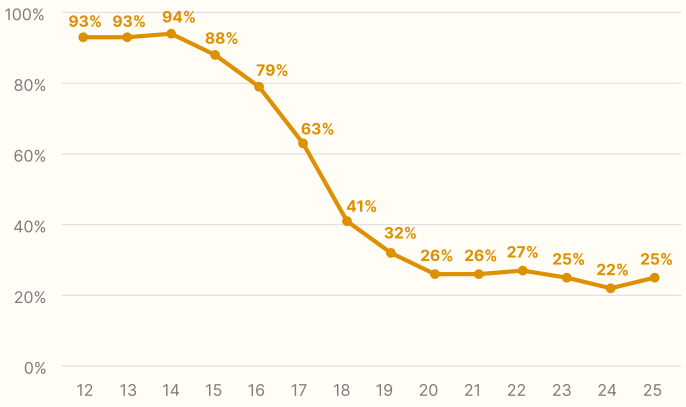
Bancos e investidores ganharam espaço nesse processo, movimento que pode ser observado no próprio mercado de debêntures incentivadas: entre 2017 e 2020, o estoque desses títulos avançou de R$ 27 bi para R$ 120 bi, um crescimento médio de 64,4% ao ano.

A redução do balanço do BNDES abriu, portanto, espaço para uma mudança mais estrutural na forma de financiar infraestrutura no Brasil. Nesse novo arranjo, o mercado de capitais deixou de exercer um papel apenas complementar e passou a funcionar como uma das principais âncoras do financiamento de longo prazo do setor, ampliando a participação de investidores privados no *funding* dos projetos.

Essa mudança fica ainda mais evidente quando analisamos setores específicos. Em transportes terrestres, que inclui rodovias e ferrovias, nossa estimativa indica que o BNDES representava cerca de 93% do *funding* do setor em 2012, em um mercado ainda menor e concentrado em poucos operadores. Como mostra a Figura 9, essa participação passou a recuar de forma consistente a partir de 2014, chegando a aproximadamente 25% em 2025. Para nós, esse movimento evidencia não uma perda de relevância do BNDES, mas o amadurecimento da estrutura de capital do setor, que passou a contar com fontes de financiamento mais diversificadas e menos dependentes de um único provedor.

Figura 9

Representatividade do BNDES no financiamento de Rodovias e Ferrovias (%)



Assim como acompanhamos nos dados, essa migração também aparece de forma clara quando olhamos para a composição atual do *funding* da infraestrutura. Segundo a CNI, as debêntures incentivadas já representavam, em média, 37,1% do financiamento dos principais setores em 2024, reforçando nossa leitura de que o mercado de capitais deixou de ser apenas uma fonte complementar e passou a ocupar um papel estrutural no financiamento desses projetos. Esse movimento é mais avançado em energia elétrica, setor mais maduro no acesso ao mercado, mas também começa a ganhar força em saneamento e transportes, justamente onde novos projetos e mudanças regulatórias vêm ampliando a necessidade de capital.

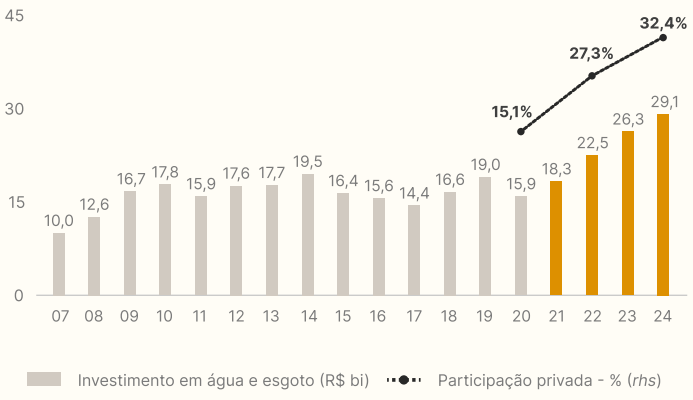
Nesse contexto, o papel do BNDES parece ter mudado mais do que diminuído. Mesmo com uma atuação novamente mais ativa, o banco passa a dividir o financiamento dos projetos com um mercado de capitais muito maior e mais desenvolvido do que aquele existente há uma década. As debêntures incentivadas, por sua vez, consolidaram-se como uma fonte relevante de *funding*, combinando volume, prazo e uma base crescente de investidores. A questão, portanto, deixa de ser se o mercado de capitais será capaz de financiar infraestrutura e passa a ser até onde sua participação pode crescer à medida que novos projetos forem incorporados. O saneamento oferece um bom exemplo de como essa transição pode ocorrer na prática.

A migração do funding na prática: o caso do saneamento

Se o setor elétrico foi o primeiro a acessar o mercado de capitais em escala, o saneamento talvez seja o exemplo mais claro de como uma mudança regulatória pode transformar não apenas o nível de investimento de um setor, mas também a forma como ele é financiado. Até o fim da década passada, o saneamento brasileiro combinava um déficit histórico de cobertura com um modelo ainda concentrado em companhias estaduais, dependente de recursos públicos e com capacidade limitada de investimento. Entre 2014 e 2018, foram investidos apenas R$ 63 bi, menos de 39% do previsto no PLANSAB (Plano Nacional de Saneamento Básico), enquanto o investimento anual permaneceu praticamente estagnado entre R$ 15 bi e R$ 19 bi durante mais de uma década, como mostra a Figura 10.

Figura 10

Investimento em saneamento no Brasil e participação privada no investimento (R$ bi & %)



O Marco Legal do Saneamento, aprovado em 2020, mudou essa dinâmica. Além de estabelecer metas de universalização de 99% para água e 90% para esgoto até 2033, o novo arcabouço ampliou a concorrência e permitiu a regionalização dos serviços, tornando economicamente viáveis projetos que dificilmente se sustentariam de forma isolada. O tamanho do desafio ajuda a dimensionar a oportunidade: estima-se uma necessidade de aproximadamente R$ 753 bi em investimentos até 2033, ou cerca de R$ 50 bi por ano. A Figura 10 já mostra uma primeira inflexão. O investimento realizado passou de R$ 15,9 bi em 2020 para R$ 29,1 bi em 2024, enquanto a participação privada praticamente dobrou, de 15,1% para 32,4% do total investido.

A entrada do capital privado ocorreu principalmente por meio de uma nova onda de concessões. Desde o Marco, projetos como Cedae, Corsan e Sabesp ajudaram a mudar a escala do setor. Entre 2020 e junho de 2026, foram realizados 70 leilões, somando R$ 227,5 bi em investimentos contratados e mais de R$ 61 bi em outorgas e lances, como mostra a Figura 11. Mais do que o volume de investimentos futuros, as outorgas também são importantes para nossa discussão, pois criam uma necessidade relevante de capital já no início das concessões, antes mesmo de grande parte do CAPEX começar a ser executado.

Figura 11

Leilões de saneamento pós-Marco e outorgas
(R$ bi, 2020-1S26)

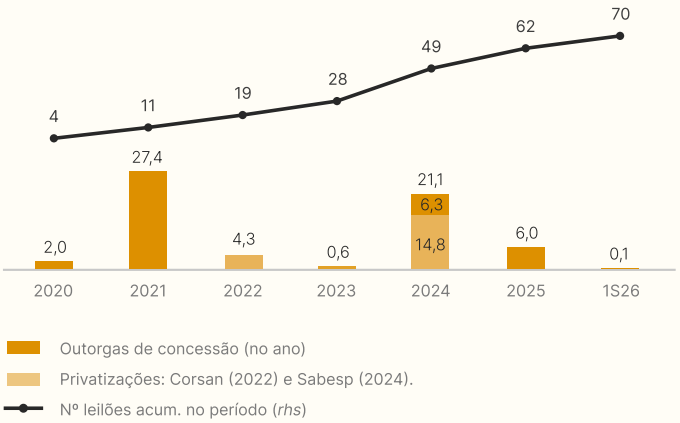
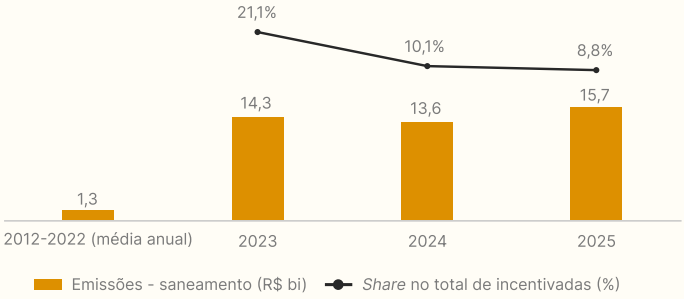


Figura 12

Emissão de debêntures incentivadas do setor de saneamento e participação no total de incentivadas (R$ bi & %)



Naturalmente, investimento contratado não se transforma em obras de forma imediata. Existe uma defasagem entre o leilão, o fechamento da estrutura de financiamento e o início do ciclo mais intenso de CAPEX. Ainda assim, os efeitos já começam a aparecer. O setor registrou em 2024 o terceiro recorde anual consecutivo de investimentos e a Sabesp é um bom exemplo dessa mudança de escala: após investir R$ 6,9 bi em 2024, a companhia alcançou R$ 15,2 bi em 2025 e prevê aproximadamente R$ 20 bi em 2026. O *pipeline* permanece relevante, com projetos ainda em estruturação e novos leilões previstos para os próximos anos.

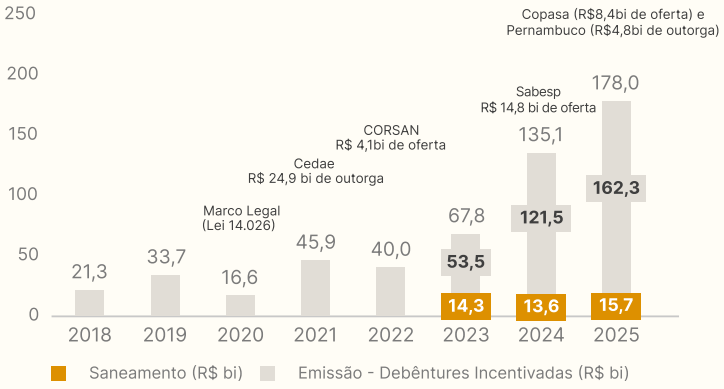
É nesse ponto que o saneamento se conecta diretamente com a tese deste estudo. Um setor que passou a contratar centenas de bilhões de reais em investimentos, com pagamento de outorgas e CAPEX concentrado nos primeiros anos das concessões, precisava desenvolver uma estrutura de *funding* que praticamente não existia nessa escala poucos anos antes. Em 2024, o financiamento do saneamento alcançou R$ 31,8 bi, dos quais 65% vieram de fontes privadas. Sozinhas, as debêntures incentivadas responderam por R$ 12,1 bi, ou 39% do total, um volume nove vezes superior ao observado em 2014. Ao mesmo tempo, a participação de capital próprio no financiamento do setor passou de 14,5% para 29,4%, mostrando que a transformação ocorreu tanto no lado da dívida quanto na capitalização das empresas. O próprio desenho regulatório passou a acompanhar esse movimento, com a ampliação de 50% para 70% do limite de captação via debêntures incentivadas destinado ao pagamento de outorga fixa.

A evolução das emissões torna essa mudança ainda mais evidente. Entre 2012 e 2022, o setor havia emitido apenas R$ 14,2 bi em debêntures incentivadas, uma média próxima a R$ 1,3 bi por ano. Em 2023, foram R$ 14,3 bi em um único ano, seguidos por R$ 13,6 bi em 2024 e R$ 15,7 bi em 2025, como mostra a Figura 12. Em outras palavras, o saneamento passou a emitir a cada ano um volume semelhante ao que havia captado durante toda a década anterior. A queda da participação relativa do setor no total de incentivadas, de 21,1% em 2023 para 8,8% em 2025, não indica perda de força das emissões de saneamento, mas sim o crescimento ainda mais acelerado do mercado de debêntures incentivadas como um todo.

A Figura 13 ajuda a completar essa leitura ao sobrepor as emissões aos principais eventos do setor. O Marco é aprovado em 2020, a Cedae é leiloada em 2021, a Corsan é privatizada em 2022 e o salto nas emissões aparece de forma mais clara a partir de 2023. A Sabesp mostra como essa dinâmica se traduz no balanço de uma companhia: sua dívida bruta passou de R$ 25,3 bi em 2024 para R$ 40 bi em 2025, com R$ 36,4 bi captados desde a privatização. Uma única empresa passou, portanto, a demandar anualmente do mercado um volume de dívida comparável ao que todo o setor investia por ano antes do Marco.

Figura 13

Emissão anual de debêntures incentivadas e os marcos regulatórios e societários do saneamento, 2018-2025



Para nós, o caso do saneamento deixa duas lições importantes para a análise de rodovias. A primeira é a defasagem: o aumento das emissões não acontece no momento do leilão, mas alguns anos depois, à medida que os projetos entram na fase de financiamento e execução. A segunda é a escala: quando o arcabouço regulatório permite um ciclo maior de concessões, o aumento do investimento rapidamente se transforma em demanda por capital e, consequentemente, em nova oferta de dívida. O setor de transportes, que analisamos a seguir, parte de uma base ainda maior e de um *pipeline* de concessões mais extenso, o que torna o precedente do saneamento particularmente relevante para entender o próximo ciclo de debêntures incentivadas.

O próximo ciclo: rodovias e o supply de debêntures incentivadas

A experiência do saneamento mostra que grandes mudanças regulatórias e novos ciclos de concessões levam algum tempo para aparecer no mercado de capitais, mas, quando aparecem, podem alterar de forma relevante a escala das emissões. É a partir desse precedente que buscamos estimar como a atual onda de concessões no setor de transportes, em especial em rodovias, deverá se traduzir em novos investimentos e, consequentemente, em oferta de debêntures incentivadas nos próximos anos.

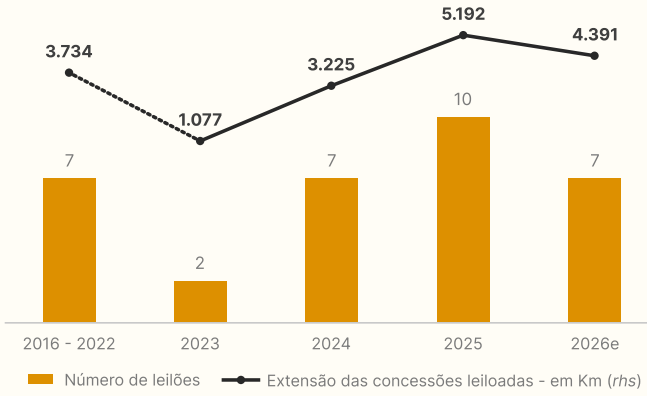
Nosso ponto de partida é o Plano CNT de Transporte e Logística 2026, que estima uma necessidade de aproximadamente R$ 1,5 trilhão em investimentos para a integração da infraestrutura nacional, distribuídos em mais de 2.500 projetos nos segmentos rodoviário, ferroviário, portuário, hidroviário e aeroportuário. Dentro desse universo, o setor rodoviário chama atenção não apenas pelo volume potencial de investimentos, mas principalmente pela velocidade com que novos projetos começaram a chegar ao mercado.

Entre 2016 e 2022, foram realizados apenas sete leilões de rodovias federais, envolvendo aproximadamente 3.700 quilômetros. Entre 2023 e 2026, considerando também os certames previstos até o final deste ano, serão 26 leilões e mais de 13.800 quilômetros concedidos. Para colocar essa magnitude em perspectiva, esse volume equivale a aproximadamente metade de toda a malha rodoviária concessionada existente no país ao final de 2022.

A frequência também mudou de forma significativa: enquanto entre 1995 e 2022 o programa federal realizou, em média, cerca de um leilão por ano, no ciclo atual observamos aproximadamente um novo certame a cada mês e meio, como mostra a Figura 14.

Figura 14

Leilões de rodovias e extensão de concessões



Mais do que reproduzir os valores indicados pelo Plano CNT, nosso exercício busca estimar quanto desse investimento tem, de fato, maior probabilidade de se materializar. Dos R$ 1,5 trilhão inicialmente mapeados, chegamos a aproximadamente R$ 725 bi de investimentos realizáveis. Rodovias concentram quase metade desse montante, com mais de R$ 351 bi, seguidas por portos, hidrovias e ferrovias. É justamente no segmento ferroviário que aplicamos o maior ajuste em relação ao estudo original. Parte relevante dos projetos ainda depende de definições sobre renovação, devolução ou reestruturação de contratos existentes, reduzindo a visibilidade sobre sua execução. Por isso, assumimos que apenas uma parcela reduzida do investimento inicialmente mapeado para o setor deverá efetivamente se materializar.

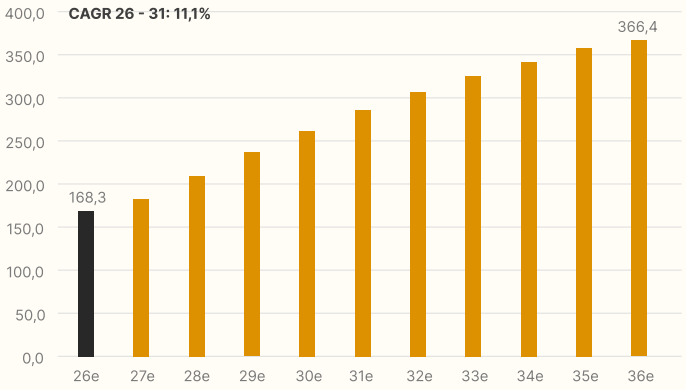
Com o universo de projetos definido, distribuímos o investimento ao longo do período de implantação de cada subsetor, considerando diferenças no prazo das concessões e no cronograma de obras. A partir daí, construímos uma curva anual de necessidade de capital. Para financiar esse investimento, assumimos uma estrutura composta por 20% de capital próprio e 80% de dívida. Dentro da parcela de dívida, consideramos 10% de crédito bancário, 15% do BNDES e 75% de debêntures incentivadas. A premissa reflete o foco do exercício em financiamento de projetos e a crescente utilização do mercado de capitais como fonte de recursos de longo prazo para concessões.

Antes de incorporar os novos projetos, também consideramos o estoque já existente. Dos aproximadamente R$ 556 bi em debêntures incentivadas ao final de 2025, estimamos que cerca de 30%, ou aproximadamente R$ 166 bi, estejam vinculados ao setor de transportes e logística. Para que a projeção reflita a evolução efetiva do mercado, e não apenas a soma de novas emissões sobre o estoque atual, nosso modelo também incorpora a amortização dessas dívidas ao longo dos próximos 15 anos.

O resultado é uma mudança relevante de escala. Estimamos que o estoque de debêntures incentivadas de transportes e logística passe de R$ 166 bi atualmente para aproximadamente R$ 366 bi em 2036, equivalente a um crescimento médio de 8,1% ao ano. Para sustentar essa trajetória, o setor deverá emitir mais de R$ 20 bi por ano em diversos momentos da próxima década, mesmo considerando a amortização das dívidas existentes. Como mostra a Figura 15, o atual ciclo de concessões não deve representar apenas um aumento pontual das emissões, mas uma expansão estrutural do estoque de crédito ligado ao setor.

Figura 15

Estoque de Debêntures de Infraestrutura | Transporte e Logística (R$ bi)

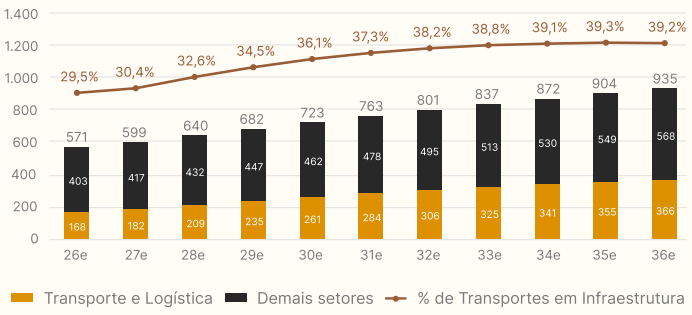


Até aqui, no entanto, analisamos apenas um lado da equação: o *supply*. O crescimento das emissões precisa encontrar uma base de compradores capaz de absorvê-lo. Atualmente, estimamos que os fundos de investimento respondam por aproximadamente 40% da demanda pelas novas ofertas, enquanto bancos e pessoas físicas representam cerca de 30% cada. Para 2036, assumimos uma mudança gradual dessa composição, com os fundos alcançando 55% das compras, os bancos permanecendo próximos a 30% e a participação direta das pessoas físicas recuando para 15%. À medida que o mercado ganha escala e exige maior capacidade de análise, seleção e diversificação, entendemos que uma parcela crescente dessa demanda deverá migrar da compra direta para veículos especializados.

Ao combinar a expansão de transportes com o crescimento dos demais setores, estimamos que o estoque total de debêntures incentivadas possa alcançar aproximadamente R$ 935 bi em 2036, com transportes e logística representando próximo de 40% desse mercado, como mostra a Figura 16. A composição da classe também tende, portanto, a mudar. Depois de um longo período em que o setor elétrico concentrou grande parte das emissões, transportes e saneamento devem ganhar espaço à medida que os projetos contratados avancem para suas fases de execução e financiamento.

Figura 16

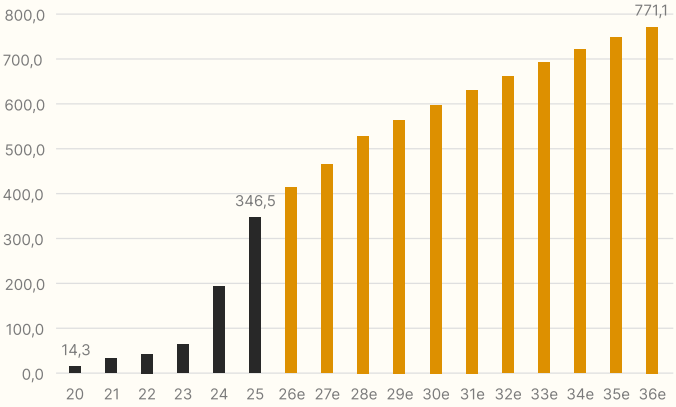
Evolução do Estoque de Debêntures Incentivadas (R$ bi)



É aqui que a discussão deixa de ser apenas sobre emissão de dívida e passa a ser também sobre capacidade de absorção. O mercado de FI-Infra soma atualmente aproximadamente R$ 346,5 bi. Considerando o nível de caixa dos fundos e a parcela do patrimônio que pode estar alocada em ativos que não sejam debêntures incentivadas, estimamos que esse mercado precisaria alcançar aproximadamente R$ 771 bi em 2036 para acompanhar a participação projetada dos fundos na compra desses títulos. Estamos falando, portanto, de um mercado que precisaria crescer cerca de 2,2 vezes em pouco mais de uma década.

Figura 17

Evolução do Mercado de FI-Infra (R$ bi)



O exercício mostra que o atual ciclo de concessões pode alterar de forma relevante não apenas o volume de debêntures emitidas, mas também a estrutura de demanda por esses ativos. Se o *supply* projetado se materializar, a expansão da base de compradores, em especial dos fundos de infraestrutura, passa a ser uma variável tão importante quanto a própria capacidade de execução dos novos projetos. É a partir dessa relação entre necessidade de investimento, oferta de dívida e capacidade de absorção do mercado que chegamos às principais conclusões deste estudo.

Nossa visão

Ao longo deste trabalho, os dados convergem para uma leitura consistente: o Brasil parece ter construído, ao longo das últimas décadas, parte relevante das condições necessárias para entrar em um novo ciclo de investimentos em infraestrutura. Nossa conclusão se apoia em quatro pontos principais: (i) o investimento em infraestrutura passou a depender cada vez mais de uma agenda institucional de longo prazo, e menos de ciclos isolados de governo, (ii) o amadurecimento regulatório e contratual acumulado ao longo dos últimos anos criou condições para ampliar o investimento privado, (iii) transportes, em especial rodovias, deve ser um dos principais vetores desse novo ciclo e (iv) a capacidade do mercado de capitais de oferecer *funding* em volume e prazo adequados será tão importante quanto a própria disponibilidade de novos projetos.

O primeiro ponto talvez seja o menos tangível, mas também um dos mais importantes. O Brasil levou décadas para desenvolver modelos de concessão, fortalecer agências reguladoras, aprimorar contratos e criar mecanismos capazes de acomodar projetos com horizontes muito superiores aos observados em outros setores da economia. Mesmo o atual nível de investimento, próximo a 2,2% do PIB, é resultado desse processo de aprendizado e ainda representa cerca de metade dos 4,3% necessários para reduzir de forma mais relevante o déficit de infraestrutura do país. Aumentá-lo novamente exigirá preservar esse capital institucional. Em infraestrutura, cada novo ciclo de concessões não começa do zero: ele incorpora erros, renegociações e aprendizados dos contratos anteriores. Interromper esse processo significa não apenas postergar investimentos, mas desperdiçar parte dessa curva de aprendizado.

O saneamento mostra o que pode acontecer quando essa combinação funciona. Um marco regulatório mais claro trouxe novos operadores, destravou concessões e, alguns anos depois, transformou a necessidade de investimento em demanda efetiva por capital. As debêntures incentivadas passaram a financiar quase 40% do setor, em um mercado que poucos anos antes dependia muito mais de fontes públicas e crédito bancário. Para nós, o ponto central não está apenas no crescimento das emissões, mas no mecanismo por trás dele: segurança regulatória atrai capital, novos projetos criam necessidade de financiamento e um mercado de capitais desenvolvido permite que esse investimento efetivamente saia do papel.

É sob essa ótica que enxergamos o setor de transportes. Entre 2023 e 2026, o número de concessões rodoviárias avançou de forma relevante e, em nosso exercício, o estoque de debêntures incentivadas de transportes e logística passa de aproximadamente R$ 166 bi para R$ 366 bi até 2036. O número de concessões rodoviárias cresceu de maneira expressiva nos últimos anos e o *pipeline* ainda existente sugere que o setor deve permanecer entre os principais demandantes de capital na próxima década. Nosso exercício aponta para uma expansão importante do estoque de debêntures de transportes e logística, mas entendemos que essa discussão não termina em rodovias. À medida que o mercado amadurece, outros segmentos ainda pouco desenvolvidos no Brasil, como gestão de resíduos e novas infraestruturas logísticas, podem seguir caminho semelhante. O que hoje parece um ciclo específico de transportes pode, portanto, representar uma nova etapa no desenvolvimento do próprio mercado brasileiro de infraestrutura.

Para o credor, entretanto, o tamanho do *pipeline* é apenas parte da discussão. A experiência dos ciclos anteriores mostra que uma boa concessão depende também de um contrato capaz de compatibilizar investimentos, demanda e geração de caixa ao longo do tempo. Os modelos mais recentes avançaram nesse sentido ao escalonar obras de maior porte por gatilhos objetivos, prever mecanismos automáticos de compartilhamento do risco de demanda e associar o início ou a evolução da cobrança às obrigações previstas no contrato. Em projetos com maior incerteza de tráfego, concentrar excessivamente o CAPEX nos primeiros anos aumenta o risco de descasamento entre investimento e geração de caixa. Casos como Rodovias do Tietê e, em outro modal, SuperVia mostram, por razões distintas, como frustração de demanda, obrigações rígidas de investimento e mecanismos insuficientes ou lentos de reequilíbrio podem pressionar uma estrutura de capital originalmente viável.

Para nós, portanto, o próximo ciclo deverá ser analisado não apenas pelo volume de CAPEX contratado, mas pela qualidade da matriz de riscos, pelo cronograma de investimentos e pela capacidade do contrato de se adaptar antes que um choque operacional se transforme em um evento de crédito.

Nesse processo, entendemos que as debêntures incentivadas cumprem uma função que vai além do benefício tributário ao investidor. O instrumento ajuda a conectar uma base ampla de poupança a projetos que demandam capital por períodos longos, aproximando o prazo do passivo financeiro da vida econômica das concessões. Essa característica ganha ainda mais importância à medida que novos operadores entram nos leilões. Não basta haver bons projetos e capacidade técnica para executá-los: os empreendedores precisam ter visibilidade de que encontrarão capital de longo prazo, em volume suficiente e a um custo compatível com a estrutura econômica dos contratos. Nesse sentido, o desenvolvimento do mercado de *funding* passa a ser, ele próprio, parte da infraestrutura necessária para o desenvolvimento da infraestrutura física do país.

Essa mudança também traz um novo desafio. O estoque de debêntures incentivadas, que alcançou aproximadamente R$ 556 bi em 2025, pode se aproximar de R$ 935 bi em nosso exercício até 2036. Para absorver esse crescimento, estimamos que os fundos de infraestrutura precisariam mais do que dobrar de tamanho, saindo de aproximadamente R$ 346 bi para R$ 771 bi no período. Em outras palavras, o crescimento do mercado de debêntures incentivadas exigirá uma expansão proporcional da capacidade de absorção dos investidores.

Para os gestores de crédito, esse ambiente amplia de forma relevante o universo de oportunidades, mas também aumenta a responsabilidade na alocação de capital. Mais emissões, novos operadores e projetos com horizontes cada vez mais longos exigirão maior capacidade de diferenciar risco de projeto, qualidade dos contratos, estrutura de garantias e disciplina financeira dos emissores. Se o ciclo que enxergamos se materializar, os fundos de infraestrutura deixarão de ser apenas compradores de uma classe em expansão e passarão a desempenhar um papel cada vez mais importante na conexão entre a poupança dos investidores e o próximo ciclo de investimentos do país.

Fontes

Figura 1: ABDIB
Figura 2: ABDIB; Banco Mundial; McKinsey Global Institute; CBO (EUA)
Figura 3: Banco Mundial; IBGE (Censos 2000 e 2022); CNT (Anuário CNT do Transporte 2023); ABRELPE/IEMA; CIA World Factbook; EPA (EUA)
Figura 4: B3; BTG Pactual Research
Figura 5: ANBIMA; Riza Asset
Figura 6: ANBIMA; CNI
Figuras 7 e 8: BNDES
Figura 9: BCB; BNDES
Figura 10: SNIS/SINISA; ABCON SINDCON
Figuras 11 e 12: ANBIMA; CNI; IPEA; Ministério das Cidades
Figura 13: ANBIMA; ABCON SINDCON; Casa Civil; IPEA; Ministério da Fazenda (SPE); Ministério das Cidades; Lei nº 14.026/2020; Agência iNFRA; Agência SP
Figura 14: ANTT
Figuras 15 a 17: Riza Asset

Siglas

ABCON SINDCON: Associação e Sindicato Nacional das Concessionárias Privadas de Serviços Públicos de Água e Esgoto; ABDIB: Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base; ABRELPE: Associação Brasileira de Empresas de Limpeza Pública e Resíduos Especiais; ANTT: Agência Nacional de Transportes Terrestres; CBO: Congressional Budget Office; CNI: Confederação Nacional da Indústria; CNT: Confederação Nacional do Transporte; EPA: Environmental Protection Agency; IEMA: Instituto de Energia e Meio Ambiente; IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada; SINISA: Sistema Nacional de Informações em Saneamento Básico; SNIS: Sistema Nacional de Informações sobre Saneamento; SPE: Secretaria de Política Econômica.

Disclaimer

A Riza Asset Management Ltda. preparou este material com base em fontes públicas consideradas confiáveis, incluindo ABDIB, BNDES, CNI, CNT, Ministério das Cidades e informações divulgadas pelas companhias, além de estimativas próprias. Trata-se de conteúdo jornalístico e não deve ser considerado relatório de análise para os fins da Resolução CVM nº 20/2021, material publicitário ou material de divulgação. Este material tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e análises de mercado, e não constitui nem deve ser interpretado como oferta ou solicitação de oferta de compra/venda de qualquer ativo financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios, em qualquer jurisdição.

As informações contidas neste material foram consideradas razoáveis na data em que foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A Riza Asset Management Ltda. não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este material também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. A Riza Asset Management Ltda. não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este material e de informar o leitor.

Por fim, este material é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da Riza Asset Management Ltda. e fica proibida a sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa sem o prévio consentimento expresso da Riza Asset Management Ltda. A Riza Asset Management Ltda. não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura.
Autorregulação ANBIMA | Gestão de Recursos | Riza Asset Management.