PEZCO ECONOMICS IMPACTOS ECONÔMICOS DA ONERAÇÃO DAS DEBÊNTURES INCENTIVADAS





AVALIAÇÃO ECONÔMICA

DA ONERAÇÃO DAS DEBÊNTURES
INCENTIVADAS E INFRAESTRUTURA

SÃO PAULO, SETEMBRO DE 2025

ESTUDO COMISSIONADO POR:





■ÍNDICE DE CONTEÚDO

■ÍNDICE DE CONTEÚDO	2
ÍNDICE DE TABELAS	3
ÍNDICE DE FIGURAS	
GLOSSÁRIO DE SIGLAS E ABREVIAÇÕES	
\$ SUMÁRIO EXECUTIVO	6
I. CONSULTA E INTRODUÇÃO	9
II. CARACTERÍSTICAS DO FINANCIAMENTO DO INVEST INFRAESTRUTURA	
II.1 O CICLO DE PREPARAÇÃO DOS PROJETOS ATÉ SEU FINANCIAMENTO	
II.1.1 ESTRUTURAÇÃO DE PROJETOS	
II.1.2 A RELEVÂNCIA DAS DEFASAGENS TEMPORAIS NA DECISÃO DE FINANCIAMENTOS	
II.2 O FINANCIAMENTO DOS PROJETOS DE INFRAESTRUTURA	
II.2.1 EMPRÉSTIMOS – BNDES, BNB E BASA	
II.2.2 FINANCIAMENTO VIA MERCADO DE CAPITAIS: AS DEBÊNTURES	
III. VISÃO GERAL DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE C	
FINANCIAMENTO DE PROJETOS DE INFRAESTRUTURA	19
III.1 PRÉ-CONDIÇÕES: O PROCESSO DE ALONGAMENTO DOS INSTRUMENTOS DE FINANCIAMENTO NO BRA	
III.2 OS INSTRUMENTOS FINANCEIROS NECESSÁRIOS AOS PROJETOS DE INFRAESTRUTURA	
II.2.1 EXPANSÃO E REVERSÃO DO PAPEL DO BNDES	
II.2.2 O MARCO DA LEI 12.431/2011 E O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS	
IV. A MEDIDA PROVISÓRIA 1.303/25	33
IV.1 AS DISPOSIÇÕES DA MP 1.303/2025	
IV.2 OS EFEITOS DA MP 1.303/25	
V. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES	42
TEFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	46
✓ SOBRE PEZCO ECONOMICS	47
• EQUIPE DE TRABALHO	48

ÍNDICES DE ILUSTRAÇÕES

ÍNDICE DE TABELAS

TABELA 1 – TEMPOS TÍPICOS DE ATIVIDADES SELECIONADAS TÍPICAS DO CICLO DE VIDA EM PROJETOS INFRAESTRUTURA	
TABELA 2 – TABELA DE NOVAS ALÍQUOTAS PARA INVESTIMENTOS DA LEI Nº 12.431/2011	35
TABELA 3 – IMPACTO ESTIMADO NAS CONCESSÕES RODOVIÁRIAS	39
TABELA 4 – IMPACTO ESTIMADO EM INFRAESTRUTURA SOCIAL	39
TABELA 5 – SUMÁRIO DE IMPACTOS DA MP 1.303/2025	
TABELA 6 – TABELA DE NOVAS ALÍQUOTAS PARA INVESTIMENTOS DA LEI Nº 12.431/2011	43
ÍNDICE DE FIGURAS	
FIGURA 1 – O CICLO TÍPICO DOS PROJETOS DE INFRAESTRUTURA	10
FIGURA 2 – COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL POR GRUPOS DE INDEXADORES, %	20
FIGURA 3 – PRAZO MÉDIO DAS NTN-B INDEXADAS AO IPCA, MESES	
FIGURA 4 – VENCIMENTOS DE NTN-B INDEXADAS AO IPCA, R\$ TRILHÕES	22
FIGURA 5 – CAPEX COMPROMETIDO EM LEILÕES B3 E SEUS IMPACTOS, EM % DO PIB	23
FIGURA 6 – DESEMBOLSOS DO BNDES PARA INFRAESTRUTURA POR SEGMENTO, R\$ BILHÕES CONSTANTES MARÇO DE 2025	
FIGURA 7 – INVERSÃO NA LIDERANÇA: BNDES VERSUS DEBÊNTURES, R\$ BILHÕES	28
FIGURA 8 – NÚMERO DE EMISSÕES DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS POR MÊS	29
FIGURA 9 – CAPTAÇÃO EM DEBÊNTURES INCENTIVADAS POR MÊS, R\$	29
FIGURA 10 – EMISSÕES DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS POR ANO (ESQUERDA: NÚMERO DE EMISSÕES; DIRE VALOR EM R\$ BI)	
FIGURA 11 – PARTICIPANTES DO MERCADO	30

FIGURA 12 – EXEMPLOS DE APOIOS RECENTES EM PROJETOS DE INFRAESTRUTURA42

GLOSSÁRIO DE SIGLAS E ABREVIAÇÕES

ALM Assets and Liabilities Management, modelo de gestão de ativos e passivos ANBIMA Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

B2B Business-to-business (transações interempresariais)
B3 B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (antiga BM&FBovespa)

BACEN Banco Central do Brasil BASA Banco da Amazonia

BNB Banco do Nordeste do Brasil

BNDES Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BRL Real brasileiro (moeda)

CAPEX Dispêndios de capital (do inglês, capital expenditures)

CMN Conselho Monetário Nacional

CRA Certificado de Recebíveis do Agronegócio
CRI Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM Comissão de Valores Mobiliários

DFs Demonstrações Financeiras

DPMFi Dívida Pública Mobiliária Federal Interna

EVTEA Estudo de Viabilidade Técnica, Econômica e Ambiental

FAT Fundo de Amparo ao Trabalhador, fundo especial de natureza contábil-financeira

FCD Fluxo de Caixa Descontado (método de avaliação de contratos)

FGTS Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

FGV Fundação Getúlio Vargas

FI-INFRA Fundo Incentivado de Investimento em Infraestrutura

FIDC-INFRA Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Setor de Infraestrutura

Finem Financiamento a Empreendimentos - linha de crédito com recursos alocados pelo BNDES

FIP-IE Fundo de Investimento em Participações - Infraestrutura
FNE Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste
FNO Fundo Constitucional de Financiamento do Norte
IBGE Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IOF Imposto sobre Operações Financeiras
IPA Índice de Preços ao Produtor Amplo

IPCA Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IRPF Imposto de Renda – Pessoa Física
IRPJ Imposto de Renda – Pessoa Jurídica
IRRF Imposto de Renda Retido na Fonte
ISE Índice de Sustentabilidade Empresarial
LCA Letras de Crédito do Agronegócio
LCI Letras de Crédito Imobiliário

Ectias ac circuito imiobiliano

LFT Letras Financeiras do Tesouro, título federal indexado à Selic

LTN Letras do Tesouro Nacional, título federal prefixado

MP Medida Provisória

Moveinfra Associação de Investidores em Infraestrutura Multissetorial

NTN-B	Notas do Tesouro Na	.cional – Tipo B –	· Indexada ao IPCA

NTN-F Notas do Tesouro Nacional – Tipo F – prefixada com juros semestrais

OPEX Dispêndios operacionais (do inglês, operating expenditures)

PEZCO Empresa de consultoria econômica e financeira

PGBL Plano Gerador de Benefício Livre, modelo de previdência privada

PND Programa Nacional de Desestatização

PPP Parceria Público-Privada (concessão administrativa ou patrocinada)

SPE Sociedade de Propósito Específico

STN Secretaria do Tesouro Nacional – Ministério da Fazenda

TIR Taxa Interna de Retorno

TJLP Taxa de Juros de Longo Prazo

TLP Taxa de Longo Prazo

USD Dólar norte-americano (moeda)

VGBL Vida Gerador de Benefício Livre, modelo de previdência privada

VPL Valor Presente Líquido

SUMÁRIO EXECUTIVO

Com vistas a uma potencialização dos investimentos em infraestrutura, o governo brasileiro passou a realizar concessões destes ativos, em diversos setores como Logística, Social, Telecomunicações, Saneamento e Energia. Projetos destes segmentos são altamente dependentes de capitais de longo prazo, próprios e de terceiros.

Por décadas, o único fornecedor destes financiamentos de Longo Prazo era o próprio governo, através dos bancos de desenvolvimento, especialmente o BNDES, demandando que o Tesouro Nacional fosse o fornecedor final destes recursos, via captação e aumentando o endividamento público federal. Buscando o desenvolvimento de novas formas de financiamento, a Lei 12.431/2011 foi aprovada e passou a conceder benefícios a algumas classes de investidores com isenção do IRPF e redução do IRPJ, porém inicialmente com efeito limitado.

O somatório de diversas medidas no desenvolvimento e governança dos projetos com a eliminação crescente de subsídios dos empréstimos do BNDES permitiu uma gradativa mudança das modalidades de financiamento para as debêntures — tornando-se um veículo efetivo de funding desta classe. E o desenvolvimento desse mercado foi potencializado com a entrada de fundos, viabilizando o acesso de mais investidores e a crescente alocação de seus patrimônios. Os investidores que não possuam ativos desta classe tornaram-se exceção na discussão de alocação de recursos de pessoas físicas, potencializando de forma inédita o papel do mercado de capitais na construção da infraestrutura nacional.

Mesmo criando uma enorme incerteza nestes instrumentos, o Governo Federal, com a publicação da Medida Provisória No 1.303 de 11 de junho de 2025, definiu a eliminação da isenção e redução dos benefícios, dependendo do tipo do investidor, o que poderá ser confirmado pelo Congresso Nacional caso a MP seja convertida em lei. A própria natureza de Medida Provisória evidencia, de forma inequívoca, o caráter fiscal e a natureza arrecadatória da iniciativa, já que uma alteração estrutural de tal monta no financiamento do mercado de infraestrutura não poderia ser feito sem o devido planejamento e avaliação prévia dos impactos e com um trâmite legislativo adequado. Não há alternativas consideradas



INVESTIDORES QUE NÃO
POSSUEM ATIVOS DESTA
CLASSE SE TORNARAM
EXCEÇÃO. O PAPEL DO
MERCADO DE CAPITAIS NA
CONSTRUÇÃO DA
INFRAESTRUTUIRA NACIONAL
FOI POTENCIALIZADO PELAS
DEBÊNTURES INCENTIVADAS.

pelo governo para suprir a lacuna que será criada pela redução das operações de mercado de capitais.

Certamente uma piora relevante das condições de financiabilidade de novos projetos é esperada, assim nos outros setores envolvidos na medida. É ainda incerto o tamanho do impacto final, mas ele existirá, podendo afetar de forma mais impetuosa a disponibilidade de novos recursos.

Como alternativa ao desenvolvedor do projeto/concessionário, o BNDES e as instituições financeiras de desenvolvimento (IFDs) locais voltarão a ser a única possibilidade viável. E de onde virão estes recursos necessários dos bancos públicos? Certamente recairá sobre o Tesouro Nacional a necessidade de capitalizar estas instituições para fazer frente a demanda. No atual cenário fiscal, essa possibilidade não é consistente.

Outros impactos virão, tais como:

- Desenvolvedores de projetos/concessionários requererão mais retorno, ou seja, aumentando tarifas ou pagamentos dos governos (contraprestações)
- Projetos pagarão menos IRPJ e outros tributos para os governos, eliminando algo como 34% do benefício arrecadatório
- Potencialmente, concessionários gerarão menos empregos, trarão menos desenvolvimento econômico, menor PIB potencial, dentre outras consequências

Vale a pena o risco de perda de credibilidade em um veículo de financiamento de longo prazo? Em documento recente o BNDES define claramente "Esses empreendimentos exigem fontes de financiamento estáveis, previsíveis e com rendimentos adequados ao perfil do investimento".

Nesse sentido, a MP 1.303 aparece como iniciativa contrária ao seu próprio propósito arrecadatório, na medida em que afeta diretamente o desenvolvimento de um mercado que tem elevado impacto sobre o crescimento a longo prazo. A Medida Provisória poderá trazer algum alívio fiscal a curto prazo, mas seu efeito de longo prazo é deletério.

Ademais, a reoneração das debêntures incentivadas através de Medida Provisória, sem alternativas estabelecidas e testadas de captação de recursos dos mercados de infraestrutura, tem efeitos danosos sobre as decisões setoriais. De um lado, decisões já consolidadas tendem a ser antecipadas para aproveitar a janela de oportunidades até a entrada em vigor — um efeito conhecido nos mercados como "corrida do ouro" (gold rush) e que é reconhecidamente causador de distorções importantes no funcionamento dos mercados. De outro lado, as decisões futuras



A MP 1.303/25 É UMA INICIATIVA CONTRÁRIA AO SEU PRÓPRIO PROPÓSITO ARRECADATÓRIO, NA MEDIDA EM QUE AFETA O DESENVOLVIMENTO DE UM MERCADO QUE TEM ELEVADO IMPACTO SOBRE O CRESCIMENTO A LONGO PRAZO.



NÃO HÁ ALTERNATIVAS CONSIDERADAS PELO GOVERNO PARA SUPRIR A LACUNA QUE SERÁ CRIADA PELA REDUÇÃO DAS OPERAÇÕES DE MERCADO DE CAPITAIS.



AS DECISÕES FUTURAS TENDEM A SER TOMADAS COM GRAU MAIOR DE INCERTEZA, O QUE TENDE A AUMENTAR OS PRÊMIOS E RETARDAR DECISÕES RELEVANTES DOS MERCADOS DE INFRAESTRUTURA. tendem a ser tomadas com grau maior de incerteza, o que tende a aumentar os prêmios e retardar decisões relevantes dos mercados de infraestrutura. Porém, há o caso de captações que ainda estão sendo construídas e cujo prazo não cabe no período de "corrida do ouro", o que pode trazer distorções dramáticas sobre decisões já tomadas no passado — uma manifestação típica da insegurança jurídica que é tão citada como uma fonte tradicional do subdesenvolvimento da infraestrutura brasileira.

I. CONSULTA E INTRODUÇÃO

O MoveInfra – Associação de Investidores em Infraestrutura Multissetorial é um movimento que reúne os seis principais grupos de infraestrutura do país, que são companhias com capital aberto na B3, integrantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e/ou do Novo Mercado: EcoRodovias, Hidrovias do Brasil, Motiva, Rumo, Santos Brasil e Ultracargo.

O MoveInfra solicitou à **Pezco Economics** a realização de estudo público analisando os impactos da oneração das debêntures incentivadas, contido na Medida Provisória No 1.303 de 11 de junho de 2025. Trata-se de breve estudo de sistematização dos potenciais efeitos, sem estimativas econométricas, realizado em prazo curto para informação dos atores relevantes e fomento ao debate público durante o trâmite legislativo da conversão da Medida Provisória.

O estudo é independente e de responsabilidade exclusiva da Pezco Economics, não cabendo qualquer responsabilidade ao contratante sobre as análises e opiniões aqui contidas. Durante a sua realização, foram realizadas entrevistas com atores de mercado, incluindo bancos, fundos de investimento, associados do Movelnfra e outros atores setoriais, aos quais agradecemos o tempo e a atenção dispensados. A identidade dos atores consultados foi preservada e nenhum deles tem qualquer responsabilidade sobre o conteúdo do estudo.

O estudo está organizado em 5 seções além desta Introdução:

- A seção II aponta as características gerais do financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil, apresentando de forma estilizada as características conhecidas pelos atores dos mercados de infraestrutura e que precisam ser detalhadas para que os agentes em geral tenham consciência sobre o funcionamento desses mercados e de seu financiamento. Em particular, são enfatizados os aspectos de defasagens temporais envolvidos entre a preparação dos projetos e a tomada dos financiamentos.
- A seção III apresenta uma visão geral das iniciativas para o ajuste da dívida e de seu perfil
 no país colocando em uma perspectiva histórica o processo que levou à importância central
 das debêntures incentivadas no investimento em ativos de elevada importância estratégica
 para a competitividade e o desenvolvimento do país.
- A seção IV descreve as disposições da MP 1.303, sumariando as mudanças tributárias que serão efetivadas com a sua eventual conversão e definindo o novo cenário tributário aplicável a esses valores mobiliários.
- A seção V trata dos seus efeitos da MP 1.303 sob as diversas óticas relevantes, apresentando discussão e análises em torno do tema.
- Finalmente, a seção VI apresenta as conclusões e observações gerais da Pezco Economics diante das análises apresentadas.

II. CARACTERÍSTICAS DO FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO EM INFRAESTRUTURA

Esta seção caracteriza o processo de financiamento dos projetos de infraestrutura, mostrando elementos do seu ciclo temporal típico e as etapas que antecedem a obtenção efetiva do financiamento, assim como os instrumentos de financiamento hoje mais comuns no mercado brasileiro.

II.1 O CICLO DE PREPARAÇÃO DOS PROJETOS ATÉ SEU FINANCIAMENTO

Antes mesmo de iniciar a discussão do tema financiamento, é importante colocar as dificuldades e os desafios encontrados no desenvolvimento de um projeto, que desde o momento da concepção até a realização do investimento e posterior operação, passa por uma série de barreiras que vão desde o comprometimento e capacidade de gestão do poder público, além de diversas complexidades como licenciamento, questões ambientais, questões fundiárias, viabilidade técnica, viabilidade econômico-financeira e questões jurídicas que tornam o projeto de infraestrutura de alta complexidade e alto risco e incertezas.

II.1.1 ESTRUTURAÇÃO DE PROJETOS

A figura a seguir ilustra as etapas do ciclo típico de vida de um projeto de infraestrutura, desde sua concepção inicial até a sua entrada efetiva em operação. Note-se, que esse ciclo foi apresentado de forma geral, podendo se referir a um projeto licitado na forma de uma nova concessão comum ou parceria público-privada, ou de um projeto de implantação sob regramento de outros tipos de contratos como a locação de ativos. Variações setoriais ou mesmo de casos específicos podem ser esperadas em relação a essa apresentação estilizada.

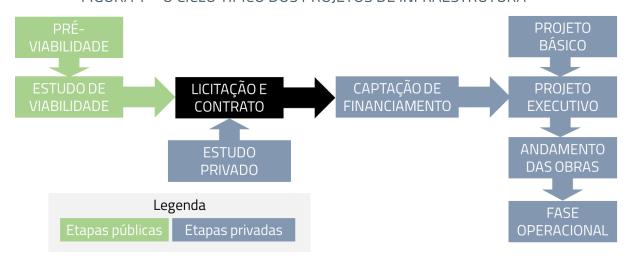


FIGURA 1 – O CICLO TÍPICO DOS PROIETOS DE INFRAESTRUTURA

Fonte: elaboração Pezco Economics

Conforme a figura acima, em geral, o projeto de investimento em infraestrutura começa pela análise de pré-viabilidade, ainda em estágio incipiente para decisão pública sobre prosseguir ou não. Em seguida, os estudos de viabilidade técnica econômica e ambiental (EVTEA) consistem na atividade principal da estruturação de projetos. Os EVTEAs são um conjunto de diagnósticos, levantamentos, investigações, estudos técnicos e projetos que dão subsídio à modelagem econômico-financeira, preparação dos documentos jurídicos de licitação e ao projeto referencial de um ativo ou conjunto de ativos de infraestrutura. O estudo de viabilidade é baseado nos componentes típicos de estudo técnico-operacional (CAPEX e OPEX), estudo ambiental, modelagem econômico-financeira e, quando é o caso, produção de edital de licitação com minuta contratual e anexos pertinentes, havendo eventualmente os procedimentos de consulta ao mercado e à sociedade (market sounding, consulta pública, roadshow). Uma vez licitado, o Poder Concedente adjudica o objeto e assina o contrato de longo prazo com o licitante vencedor.

Quando o projeto é colocado em mercado, o que ocorre após a fase interna dos estudos, inicia-se a atividade de estudos dos potenciais licitantes privados, que começam a fazer contas sobre a viabilidade de participação no certame licitatório do ativo e — mais importante — sobre a faixa de preços em que estarão dispostos a participar do leilão, frequentemente realizado em ambiente de bolsa de valores (B3). Frequentemente atores privados acompanham os projetos desde sua priorização ou antes mesmo desta, fazendo contas em grandes números ou cenários para uma preparação prévia ao ciclo licitatório que é relativamente curto.

No Brasil, a construção do pacote de financiamentos para a realização dos investimentos e em alguns casos para a operação dos serviços ocorre tipicamente pelo concessionário após a assinatura do contrato, havendo casos em projetos maiores em que os acordos de financiamento são firmados condicionalmente ainda na fase de licitação — e casos em que o próprio parceiro público participa do pacote de financiamentos e assume parte dos riscos nessa área, seja através de aportes pecuniários oferecidos contra marcos de efetivação dos investimentos, seja através de outros arranjos de financiamento que envolvem governos de forma menos frequente.

A assinatura do contrato leva também ao detalhamento do projeto básico (quando não disponível) e ao projeto executivo, com esses elementos associados à consecução dos financiamentos que viabilizam as operações financeiras relacionadas. Diversas condicionantes de edital e contrato devem ser observadas nesses acordos.

II.1.2 A RELEVÂNCIA DAS DEFASAGENS TEMPORAIS NA DECISÃO DE FINANCIAMENTOS

Como se viu na subseção anterior, o investidor em infraestrutura enfrenta um longo caminho a ser percorrido até vencer a licitação pública e construir o seu pacote de financiamento. Os tempos envolvidos, em termos típicos, são apresentados na tabela a seguir.

TABELA 1 – TEMPOS TÍPICOS DE ATIVIDADES SELECIONADAS TÍPICAS DO CICLO DE VIDA EM PROJETOS DE INFRAESTRUTURA

ATIVIDADE	TEMPOS TÍPICOS	ATOR
Pré-viabilidade	Poucos meses	Público
EVTEA	6 meses a 2 anos	Público
Estudos e modelagem	6 meses a 2 anos	Público
Período de consulta pública	Alguns meses	Público
Estudos privados	Alguns meses	Privado
Disponibilidade do edital	Alguns meses	Público
Licitação pública	-	Público
Assinatura do contrato	-	Público
Contratação de debêntures	Alguns meses	Privado
Projeto executivo	Alguns meses	Privado
Contratos de captação	Até cerca de 1 ano após contrato	Privado
Início de obras	Mais de 1 ano após contrato	Privado
Refinanciamento da dívida	Depende do perfil da dívida	Privado
Vigência do contrato de concessão	15 a 35 anos	Privado

Fonte: elaboração Pezco Economics, com base em experiência.

Para se ter uma ideia do tempo envolvido nesse processo, a relicitação da BR-116/101/RJ/SP – Nova Dutra após o vencimento do primeiro contrato teve sua qualificação no PPI¹ em 7 de março de 2017, a primeira audiência pública foi realizada em janeiro de 2020, o edital foi publicado em 17 de agosto de 2021, o leilão na B3 ocorreu em 29 de outubro de 2021 e a assinatura do contrato em 4 de março de 2022. No caso deste grande ativo de infraestrutura, o processo todo levou 5 anos entre qualificação e assinatura do contrato. Após a publicação do edital, os licitantes contaram com 2,5 meses até o leilão, sendo que a primeira audiência pública foi realizada cerca de 21 meses antes do leilão.

A principal implicação desta análise para a avaliação dos efeitos práticos de alterações nos instrumentos de financiamento é que a introdução de incertezas afeta decisões que são tomadas com antecipação que chega a vários meses ou mesmo anos. Após a assinatura do contrato de concessão, a assinatura do contrato de financiamento pode levar mais um ano, incluindo o tempo para o detalhamento nos projetos executivos.

¹ O projeto foi qualificado para compor o portfólio de projetos do Programa de Parcerias de Investimentos durante a 2ª Reunião do Conselho do PPI por meio da Resolução nº 10, de 07/03/2017, convertida no Decreto nº 9.059, de 25/05/2017. Posteriormente, o projeto foi incluído no PND por meio da Resolução nº 52, de 08/05/2019 convertida no

Decreto nº 9.972, de 14/08/2019.

E provável que os tempos desse ciclo de decisão se modifiquem com a alteração legislativa que estamos avaliando. De um lado, decisões já consolidadas tendem a ser antecipadas para aproveitar a janela de oportunidades até a entrada em vigor — um efeito conhecido nos mercados como "corrida do ouro" (gold rush) e que é reconhecidamente causador de distorções importantes no funcionamento dos mercados. De outro lado, as decisões futuras tendem a ser tomadas com grau maior de incerteza, o que tende a aumentar os prêmios e retardar decisões relevantes dos mercados de infraestrutura. Porém, há o caso de captações que ainda estão sendo construídas e cujo prazo não cabe no período de "corrida do ouro", o que pode trazer distorções dramáticas sobre decisões já tomadas no passado — uma manifestação típica da insegurança jurídica que é tão citada como uma fonte tradicional do subdesenvolvimento da infraestrutura brasileira.

II.2 O FINANCIAMENTO DOS PROJETOS DE INFRAESTRUTURA

Entrando nas questões vinculadas às decisões de financiamento, o concessionário e o projeto passam por uma série de validações até que o contrato de financiamento seja liberado, seja um financiamento bancário, uma debênture ou outra modalidade de financiamento.

A história do financiamento e das concessões ao setor privado de projetos de infraestrutura é relativamente curta, pois ela inicia se com a aprovação da Lei nº 8.987 de 13 de fevereiro de 1995, dispondo sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da Constituição Federal, momento em que inicia o desenvolvimento da participação privada em serviços públicos. Antes desta lei, os projetos de infraestrutura eram viabilizados quase exclusivamente com recursos públicos e o financiamento era feito diretamente pelo ente federado ou através de suas autarquias e empresas estatais. A lei nº 11.079 de 30 de dezembro de 2004 complementou o quadro normativo dos contratos de longo prazo no país, instituindo as normas das concessões administrativas e patrocinadas — chamadas no Brasil de Parcerias Público-Privadas (PPP) — que permitem a exposição do setor público a riscos e encargos fiscais que foram evitados na primeira legislação de concessões.

Com o desenvolvimento das concessões e parcerias públicos privadas (PPPs), o investidor privado passou a investir recursos próprios (equity) no empreendimento, porém parte relevante vindo de recursos de financiamentos que, na maioria dos projetos, representa algo entre 60 e 85% dos recursos necessários para a sua viabilização. Importante salientar que o desenvolvimento deste mercado de financiamento de projetos de longo prazo é algo desafiador globalmente e, no Brasil, iniciou-se basicamente com fontes públicas de recursos financiando o concessionário privado. Este financiamento público predominantemente vem sendo realizado pelos bancos de desenvolvimento: Federais como BNDES, BNB e o BASA, que contam com fundos públicos para a formação de seu capital.

II.2.1 EMPRÉSTIMOS – BNDES, BNB E BASA

Os empréstimos destes bancos contam com especificidades e, ao longo do tempo, suas configurações e indexações foram modificadas. Em 1.994 foi criada a TJLP (Taxa de juros de longo prazo) que passou a ser utilizada como indicador para cálculo dos juros dos empréstimos de longo prazo, especialmente aqueles concedidos pelo BNDES. Ao longo do tempo, passou a ser definida pelo Conselho Monetário Nacional, inicialmente tinha uma vinculação com a taxa de juros do governo, porém, ao longo do tempo, este princípio foi deixado de lado, o que permitiu que muitos financiamentos fossem realizados com taxas consideravelmente menores que o custo de captação destes recursos pelo Tesouro Nacional, ou em outras palavras podiam ser consideradas como subsidiadas. Mais recentemente, em 2.018, voltou a ter seu cálculo realizado com base em uma meta de inflação e um prêmio de risco, e passou a ser divulgada pelo BACEN. BNB e BASA são administradores dos Fundos Constitucionais de Financiamento do Nordeste (FNE) e do Norte (FNO), respectivamente e que tem recursos mais baratos com o foco de promover o desenvolvimento econômico e social das regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, reduzindo as desigualdades regionais.

No início da década passada, houve um crescimento significativo das linhas de financiamento subsidiadas para infraestrutura e outras linhas empresariais, levando a necessidade de aportes adicionais nestes bancos (especialmente no BNDES) pelo Tesouro Nacional, para fazer frente a essa necessidade de recursos.

Em 2016, estes desequilíbrios e outros fatores fiscais levaram a necessidade de ajuste gradual dos custos destes financiamentos, alinhando-os ao custo de captação do Tesouro Nacional. Em outras palavras, o indexador TJLP deveria ser alterado e substituído. O Governo Federal, através de uma medida provisória, posteriormente convertida em lei, alterou obrigatoriamente o indexador para novos financiamentos para a TLP, que passou a ser o novo indexador. Este novo indexador passou a ter formato de cálculo previsto em lei, divulgado trimestralmente e vinculado à remuneração dos títulos públicos com características semelhantes aos financiamentos (Título atrelado ao IPCA mais uma taxa fixa - NTN-B de 5 anos de prazo).

"A criação da TLP não apenas eliminou o subsídio implícito na diferença entre a antiga taxa de juros de longo prazo (TJLP) e o custo de captação do Tesouro Nacional (seu objetivo declarado), como também retirou desnecessariamente a flexibilidade para que as empresas pudessem escolher, entre os diversos indexadores dos títulos públicos, os mais adequados às suas necessidades e às suas expectativas". Estudos Especiais do BNDES, nº 47/2025

Com esta mudança obteve-se o alinhamento do custo de financiamento dos bancos públicos (captação do Tesouro Nacional), do novo indexador e de eventuais captações em mercado de capitais através das debêntures incentivadas.

Em recente estudo, o BNDES define o financiamento de Longo Prazo como sendo aquele que "ocupa posição estratégica no desenvolvimento socioeconômico de qualquer país. Ele viabiliza investimentos em infraestrutura, inovação, energia, habitação e em setores produtivos com impacto duradouro na competitividade e na geração de emprego e renda. No Brasil, esse tipo de financiamento é altamente concentrado e ainda depende fortemente da atuação de instituições públicas, com destaque para o BNDES."

II.2.2 FINANCIAMENTO VIA MERCADO DE CAPITAIS: AS DEBÊNTURES

As debêntures são títulos de emissão de empresas privadas (sociedades anônimas) para captação de recursos destinados aos investimentos em projetos de infraestruturas de setores determinados como prioritários pelo Governo Federal. Estas debêntures, assim que os projetos fins são qualificados como prioritários via portaria ou instrumento semelhante no ministério setorial, ficam sujeitas a benefícios fiscais outorgados aos subscritores das debêntures (Debêntures de Infraestrutura) ou aos seus investidores (Debêntures Incentivadas).

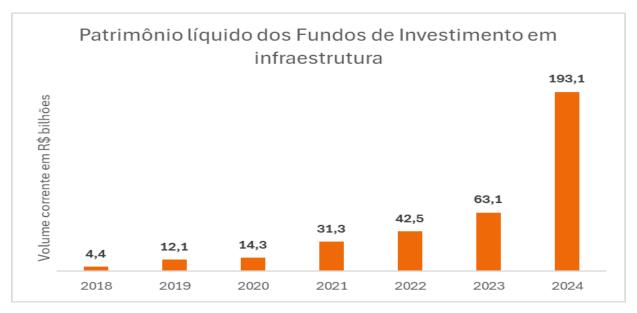
São ativos normalmente tributados em seus resultados auferidos e obtiveram benefício da isenção do IRPF sobre os rendimentos para os investidores pessoas físicas e para os investidores não residentes através da Lei nº 12.431/2011 passando a ser denominadas como "debêntures incentivadas". Estas debêntures incentivadas tiveram tímido desenvolvimento nos anos iniciais com poucas emissões. A partir da aprovação da Lei nº 13.483, de 21 de setembro de 2017, que alinhou custos de financiamento público (que passou a ser indexado à TLP) às taxas de mercado, as debêntures começam a atrair os investidores pessoas física e emissores (concessionários de projetos) para este formato de financiamento.

Em paralelo, o incremento no número e na qualidade dos novos projetos, processo de concessão com padrões internacionais de publicidade e governança permitindo um estudo bem realizado, melhora regulatória de diversos setores (setores com marcos regulatórios completamente renovados), o fortalecimento das agências reguladoras e a melhora da segurança jurídica promoveram o desenvolvimento do setor de infraestrutura de forma geral.

Os concessionários, vencedores destes leilões passavam a contar, em adição aos financiamentos do BNDES e outros bancos federais, com as debêntures incentivadas como opção e com diferenciais interessantes e, do outro lado, um mercado crescente de investidores atentos e disputando as ofertas buscando retornos interessantes de longo prazo, mesmo com o risco incremental assumido. Mas importante notar que, inicialmente as debêntures foram emitidas pelos controladores de projetos (facilitando a aceitação do risco), evoluindo mais recentemente, para projetos se financiando diretamente.

Com isto, o mercado incipiente nos primeiros anos Lei nº 12.431/2011 na emissão destas debêntures, passa a ser um mercado robusto com maior volume agregado, novos setores emitindo, menor concentração setorial e, ao longo dos anos, permitindo o desenvolvimento da indústria de fundos de infraestrutura (FI-Infra), classe criada pela Instrução CVM nº 606 de 25 de março de 2019, permitindo que o investidor passasse a ter a opção deste veículo, somando-se a expertise técnico da gestora, de crédito e de diversificação de ativos.

O desenvolvimento desta classe de ativos, com volume representativo e capacidade de acessar uma quantidade enorme de investidores é algo de relevância significativa pois o financiamento de infraestrutura, globalmente, é visto sempre como grande desafio e de difícil de viabilização.



"(...) Por fim, conclui enfatizando a necessidade e a viabilidade de novas soluções para fomentar a atração de investimento internacional para os projetos de infraestrutura do país, com consequente economia de recursos para o Estado brasileiro." IPEA, 2015

O financiamento bancário poderia ser considerado uma alternativa, porém conta com impactos relevantes de requerimentos de capital para os bancos locais e internacionais, dada as medidas prudenciais do BACEN, das regras de Basiléia III e das necessidades de provisões significativas em seus balanços (incluindo riscos de investimento em país em desenvolvimento e *cross border* para os players internacionais). Adicionado a estes pontos uma concorrência pelos recursos destes bancos com outros setores, que contam com regras consideradas menos punitivas, prazos das operações mais curtos e com melhores retornos financeiros.

A dificuldade de criação de novos instrumentos de financiamento e atração de novos investidores tornando algo representativo é realmente um grande desafio. E temos localmente uma experiência

recente. Em 2024, proposta de nova séria de debêntures com a transferência do benefício para o emissor da debênture foi aprovada e entrou em vigor, objetivando a atração de investidores institucionais – naturais financiadores de projetos de infraestrutura globalmente – não obteve o objetivo esperado até o momento.

"Contudo, na prática, a capacidade do setor privado de preencher esse espaço tem se mostrado limitada. Projetos de longa maturação, como os das áreas de infraestrutura, transição energética e inovação, envolvem riscos financeiros, regulatórios institucionais significativos. empreendimentos exigem fontes de financiamento estáveis, previsíveis e com rendimentos adequados ao perfil do investimento – características que nem são plenamente oferecidas pelos sempre instrumentos privados disponíveis no Brasil". BNDES, 2025.

Como consequência, alterações de regras e de configuração de produtos neste mercado poderá, como delimitado abaixo, causar um aumento certo no custo implícito dos projetos e podendo chegar à perda desta fonte de financiamento, sem ter outra fonte de recursos substituta viável.

De forma resumida, atualmente, o modelo de financiamento da parte de dívida dos projetos de infraestrutura está baseado nas seguintes modalidades:

- Financiamento dos Bancos de desenvolvimento, especialmente o BNDES, especialmente via empréstimos diretos – Finem. Mais recentemente o BNDES tem utilizado as debêntures incentivadas – Lei 12.431/2011 como veículo conjunto ao Finem.
- Emissão de debêntures incentivadas Lei 12.431/2011
- Emissão de debentures de infraestrutura Lei 14.801/24
- Emissão de bônus no mercado internacional Lei 14.801/24

Os bônus são títulos similares às debêntures, porém realizadas no mercado internacional e, neste caso, o benefício fica na isenção do imposto de renda de remessa de recursos para pagamento destes títulos.

Como parte do processo de amadurecimento deste mercado, foram autorizadas e criadas classes de fundos para que gestores profissionais passem a gerir carteira diversificada e com avaliação técnica profissional, permitindo o acesso mais seguro dos investidores a esta classe de ativos, que pelas características de contratos de longo prazo, investimentos relevantes e ambiente regulatório, apresentam alta complexidade técnica na avaliação destes projetos. As classes de fundos autorizadas são atualmente:

- FIP-IE Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura
- FIDC-INFRA Fundo de Investimento em Direitos Creditórios em Infraestrutura
- FI-INFRA Fundo de Investimento em Infraestrutura

Como se pode ver, os efeitos da criação do mercado de debêntures incentivadas não se encerram no próprio instrumento, mas sim no fomento a um verdadeiro ecossistema no mercado financeiro e de capitais, atraindo novos gestores, investidores, analistas e outros profissionais para o mundo dos projetos de infraestrutura. Em uma eventual futura avaliação *ex post*, as isenções fiscais concedidas deverão ser cotejadas com as importantes externalidades geradas. Entre estas, a redução da assimetria informacional entre os atores mais diretos dos projetos de infraestrutura e os participantes dos mercados financeiro e de capitais, viabilizando novas estruturas de financiamento a taxas mais competitivas.

III. VISÃO GERAL DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS PARA FINANCIAMENTO DE PROJETOS DE **INFRAESTRUTURA**

Esta seção oferece uma visão geral do desenvolvimento do mercado de capitais para o financiamento de projetos de infraestrutura, inserindo esta análise em seu contexto maior – a dívida mobiliária soberana – e identificando o papel e o sucesso das debêntures incentivadas no alongamento dos prazos e na criação de um verdadeiro mercado de capitais de suporte ao desenvolvimento tão necessário dos mercados de infraestrutura no Brasil.

III.1 PRÉ-CONDIÇÕES: O PROCESSO DE ALONGAMENTO DOS INSTRUMENTOS DE FINANCIAMENTO NO BRASIL

O alongamento da própria curva de financiamento do governo federal – conhecida no jargão de mercado como a curva soberana – é um processo histórico que ganhou força com a estabilização de preços pelo Plano Real em meados dos anos 90². Inicialmente, as metas do Tesouro Nacional pós-Plano Real se voltaram ao aumento da participação de títulos prefixados, que eram menos de 15% do total da dívida no começo de 1994 e, com a estabilização, chegaram ao patamar de 60% em 1997, infelizmente se revertendo abruptamente com as incertezas relacionadas à saída do regime de âncora cambial³. Hoje essa participação é da ordem de 24% do estoque de dívida em posição de custódia, o que ilustra os desafios de melhora da composição da dívida em ambiente macroeconômico instável.

A partir de 1999, com a saída do regime da âncora cambial, uma importante novidade na gestão da dívida mobiliária federal foi a busca de uma nova meta de composição. O Tesouro Nacional passou, a partir do final de 1999, a estabelecer estratégias baseadas em gestão de ativos e passivos (ALM - Assets and Liabilities Management), levando em consideração, na avaliação dos riscos inerentes à estrutura da dívida, as características dos ativos, receitas tributárias e outros fluxos de caixa disponíveis para o serviço da dívida. Entre as principais recomendações do modelo ALM, além da tradicional recomendação de aumento da participação de títulos prefixados, destaca-se, do lado dos passivos, uma maior oferta de títulos indexados a índices de preços. O mercado brasileiro

² Para uma descrição histórica mais detalhada da composição da dívida mobiliária federal brasileira desde os anos sessenta, ver Turolla (2005).

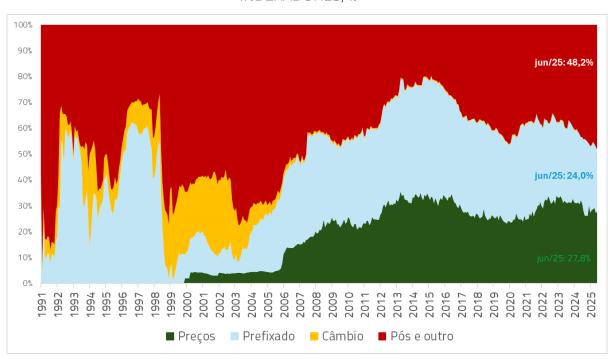
³ Âncora cambial é o fortalecimento artificial da moeda doméstica para controlar a inflação. Foi o principal instrumento para a contenção da hiperinflação no Brasil e foi implementada através de um regime de bandas cambiais, em que o Banco Central controlava as variações da taxa de câmbio com intervenções diárias, assegurando um patamar apreciado que pressiona para baixo os preços domésticos através de preços de produtos importados mais baixos. Com a saída da âncora cambial em janeiro de 1999, foi introduzido o regime de Metas de Inflação, que vigora até hoje, com taxa de câmbio relativamente flexível e atuação macroeconômica do Banco Central via taxa de juros primária tendo como alvo a manutenção da inflação em uma banda pré-estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

rapidamente passou a aceitar prazos mais longos nesse tipo de título, sendo que já no ano 2000 chegou-se a fazer uma emissão com prazo de 30 anos (Turolla, 2005, pág. 42).

Esse movimento realizado pelo Tesouro Nacional em 1999/2000 pode ser visto como um marco para o desenvolvimento do mercado de financiamento à infraestrutura no Brasil, criando referenciais efetivos de juros reais em prazos muito mais longos que se via até então. Antes de sua existência, pode-se dizer que sequer havia uma curva de juros reais referenciais no Brasil, o que dificulta sobremaneira a correta avaliação de um projeto de infraestrutura. Os efeitos dessa mudança só se materializaram muitos anos à frente, diante do amadurecimento de dois mercados: de um lado, o próprio mercado de infraestrutura, impulsionado pela lei das concessões de 1995, mas com um longo processo de formação de carteira e de estruturação de projetos; e de outro lado o mercado de títulos indexados à inflação, que se tornou relevante ao longo da década de 2000.

Veja-se, no gráfico a seguir, a evolução da composição da dívida mobiliária federal por grupos de indexadores, no conceito de custódia. Na última posição disponível, os títulos indexados à inflação, praticamente todo o estoque ligado ao IPCA, representam 27,8% do estoque total da dívida, um percentual superior aos prefixados que são hoje 24% do total. Ainda remanescem 48,2% em títulos pós-fixados e outros indicadores, constituindo a parcela de maior risco sob o ponto de vista do Tesouro Nacional e um desafio para a melhoria da gestão dos passivos da União.

FIGURA 2 – COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL POR GRUPOS DE INDEXADORES, %



Fonte: Banco Central do Brasil, SGSPub v2.1, Códs. 2234 a 2241, 12061 e 12062, posição de custódia, sistematização e elaboração Pezco Economics.

O estoque de títulos federais indexados ao IPCA (NTN-B) em custódia é hoje de 2,43 trilhões de reais, sendo entre estes 1,9 bilhões negociáveis em ofertas públicas competitivas, o que assegura um mercado de alto volume e liquidez, fornecendo referência segura para o mercado de financiamento à infraestrutura. O volume em aberto (outstanding) de NTN-B negociada em oferta pública é hoje o segundo maior entre os títulos federais, perdendo apenas para as LFTs pós-fixadas (3,7 bilhões) e bem à frente das LTNs prefixadas (1,2 bilhões) e as NTN-F também prefixadas (0,5 bilhões). Os detentores desses títulos NTN-B são hoje principalmente os fundos de investimento (47,1% do total em poder do público), as pessoas jurídicas não financeiras (19,0%), a carteira própria de bancos (16,4%), as pessoas físicas (7,3%), havendo 7,6% em títulos vinculados.

A evolução do prazo médio desses títulos é apresentada na figura a seguir. Embora as emissões iniciais tenham sido mais longas, a média de prazos tem se mantido acima de 80 meses, próximo a 7 anos. Em comparação, as LTNs prefixadas têm prazo médio hoje de 20 meses e as LFTs pósfixadas, indexadas à taxa Selic de curto prazo, de 36 meses.



FIGURA 3 – PRAZO MÉDIO DAS NTN-B INDEXADAS AO IPCA, MESES

Fonte: Banco Central do Brasil, SGSPub v2.1, Cód. 10.608, elaboração Pezco Economics.

A carteira de NTN-B contém, entretanto, emissões mais longas, com importantes vértices de vencimentos em janeiro de 2035, maio de 2045 e janeiro de 2055, que têm sido os mais colocados em ofertas públicas recentes, fornecendo referências mais próximas para projetos de duração mais longa. As NTN-B são hoje o único título federal relevante com vencimentos acima do prazo de 10 anos: hoje são 738 bilhões de reais acima deste prazo, ou 37% do estoque desse papel em poder do público, contra 1,2 trilhões que vencerão dentro do prazo de 10 anos. As LTN, LFT, NTN-C não apresentam hoje nenhuma tranche com vencimento acima do prazo de 10 anos. O volume *outstanding* por vértice das NTN-B é apresentado a seguir.

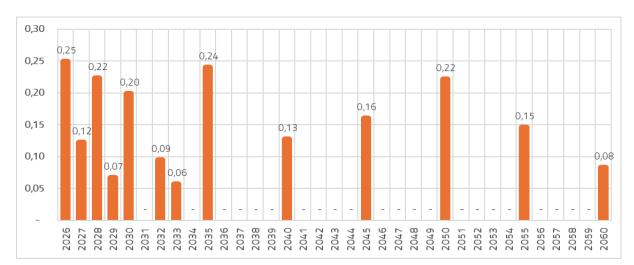


FIGURA 4 – VENCIMENTOS DE NTN-B INDEXADAS AO IPCA, R\$ TRILHÕES

Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração Pezco Economics.

Assim, a participação relevante dos títulos indexados a índices de preços (inflation-linked securities) na dívida pública mobiliária federal brasileira interna (DPMFi), notadamente a NTN-B, assegura uma relevante ampliação do prazo médio da DPMFi, assim como cria um importante suporte para o desenvolvimento do mercado de capitais na área de financiamento a setores com horizonte de longo prazo, entre os quais sobressai os segmentos de infraestrutura. A presença de vértices mais longos de NTN-B, com importante volume acima de 10 anos, se inclui neste suporte. Pelo menos esta pré-condição para o crescimento do mercado de capitais em infraestrutura, notadamente via debêntures, está relativamente satisfeita, remanescendo outros desafios que levaram ao uso de incentivos fiscais como catalisadores do desenvolvimento desses mercados.

Entretanto, no período mais recente, diversas tentativas para ajustar o perfil da dívida soberana já foram realizadas pelo governo completamente sem sucesso e, na margem, o perfil da dívida vem piorando. Tributação decrescente no prazo de manutenção dos ativos, segregação entre fundos de Curto e Longo Prazos, carteira de ativos com prazos médios mínimos, incentivos para os fundos de pensão e seguradoras alongarem suas carteiras de PGBLs e VGBLs, mas fato é que os efeitos foram nulos ou não trouxeram o efeito esperado.

E, de outro lado, podemos afirmar que uma atuação positiva foi o desenvolvimento das debêntures incentivadas. Já foram emitidas R\$ 427 bilhões, sendo R\$ 135.1 bilhões no ano passado. Nos primeiros anos, o volume de emissões ficava ao redor de R\$ 5 bilhões por ano. Difícil, incerto e, mesmo que evolua positivamente, o tempo para se atingir algum grau de relevância é razoavelmente longo.

III.2 OS INSTRUMENTOS FINANCEIROS NECESSÁRIOS AOS PROJETOS DE INFRAESTRUTURA

Os projetos de infraestrutura realizados sob concessões e parcerias público-privadas são operações de longo prazo, envolvendo a realização de desembolsos significativos em investimentos no início do projeto, em investimentos de capital (CAPEX) e despesas operacionais ao longo do restante do prazo contratual (OPEX)⁴, que são remunerados por receitas de tarifas (concessões comuns ou patrocinadas), contraprestações e aportes (concessões administrativas ou patrocinadas) e outras receitas acessórias ou alternativas.

A demanda de financiamentos através de concessões e de parcerias público-privadas é crescente e vem aumentando nos últimos anos, por diversos fatores que incluem a diversificação dos setores que utilizam esses instrumentos, as privatizações de companhias estatais e o próprio amadurecimento de mercados já tradicionais, com pipeline robusto de projetos que há alguns anos não estava disponível. A Pezco Economics fez uma estimativa dos desembolsos de CAPEX comprometidos em leilões realizados na B3, com hipóteses selecionadas para estimar o efeito anual desses compromissos, e mostrou que já houve um forte crescimento nos últimos anos, conforme a figura a seguir. Os valores foram apresentados em % do PIB para a avaliação de sua importância relativa na economia a cada ano, mas no ano corrente o impacto somente dos leilões na economia será da ordem de 52 bilhões de reais. Os projetos também comprometem volumes crescentes de OPEX, não estimado neste caso.

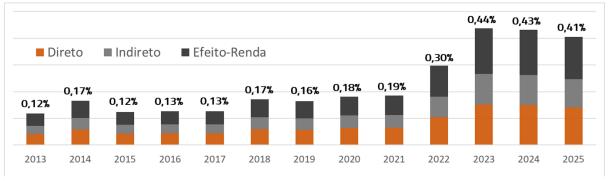


FIGURA 5 – CAPEX COMPROMETIDO EM LEILÕES B3 E SEUS IMPACTOS, EM % DO PIB

Fonte: cálculos e elaboração Pezco Economics, com experiência da consultoria, fontes de mercado, EVTEAs e outras fontes.

-

⁴ O perfil de cada projeto e seu setor e segmento dentro do setor determinam a maior intensidade de CAPEX ou de OPEX ao longo do ciclo de vida do contrato. Tipicamente, a assim chamada infraestrutura econômica (transportes, energia, telecomunicações e eabásico) é constituída de projetos com alto investimento de capital. A assim chamada infraestrutura social (saúde, educação, habitação, *facilities* de governo e outros) envolve pesos menores de CAPEX e despesas recorrentes em OPEX relativamente mais significativas. Para um entendimento mais detalhado sobre essas definições técnicas e da literatura, veja o recente estudo da Pezco Economics e do PSP Hub sobre o Mercado Brasileiro de Infraestrutura Social, disponível em: https://psphub.org/midia/infraestrutura-social-no-brasil/.

A característica principal destes projetos é que os governos e investidores fazem a sua avaliação (valuation) do retorno financeiro do projeto através da síntese do Fluxo de Caixa Descontado total do projeto, colocando em uma mesma planilha eletrônica o fluxo de caixa total de receitas e despesas. Figuras como a Taxa Interna de Retorno (TIR) e o Valor Presente Líquido (VPL) revelam o mérito do projeto, em comparação a investimentos alternativos disponíveis na economia, sendo o principal deles o conjunto dos títulos da dívida pública mobiliária do governo federal. Estes últimos são o maior e mais seguro instrumento de mercado financeiro em qualquer país, chamados de "ativos livres de risco" e que formam a base da precificação de qualquer outro ativo nessa economia.

Qualquer investidor que assuma um contrato administrativo a longo prazo com um governo (federal, estadual, municipal, consórcio público ou empresas estatais) e que realize dispêndios significativos no curto prazo para ser remunerado a longo prazo, com fluxos de tarifas ao longo de muitos anos ou décadas, só poderá realizar a operação se conseguir acessar instrumentos de financiamento adequados, com prazos compatíveis com a duração dos projetos. Em outras palavras, o investidor colocará seus próprios recursos (equity capital) e captará dívidas junto a terceiros (debt capital), para recuperar esses investimentos através de receitas diluídas no tempo, mas sujeitas a diversos tipos de riscos contratualmente alocados ao parceiro privado. É frequente que as primeiras retiradas de recursos do projeto só possam ocorrer uma década após o início do contrato, o que exige um tipo de investidor com elevada "paciência" intertemporal.

É óbvio que a viabilização desse tipo de investimento, que envolve altos dispêndios iniciais para obtenção de retornos muito à frente no tempo, exige instrumentos de financiamento a longo prazo, particularmente quanto aos instrumentos de dívida que podem ser acessados por esse investidor para a alavancagem do projeto⁵. Entretanto, mercados emergentes como o brasileiro podem ser caracterizados como incompletos, ou seja, não oferecem esses produtos a prazos longos, pois o risco é muito alto⁶, em uma forma de falha de mercado. O mercado soberano doméstico de dívida a longo prazo, como mostramos anteriormente, só se desenvolveu a partir dos anos 2000,

-

⁵ Alavancagem é o processo pelo qual o investidor consegue, em um projeto, obter capitais de terceiros (dívida) em proporções bem maiores que seu próprio capital (equity). Em um projeto típico de infraestrutura, a alavancagem representa algo entre 60 e 85% dos recursos necessários para a sua viabilização, ou seja, o investidor coloca entre 15% e 40% dos recursos e obtém o restante junto ao mercado financeiro e de capitais. Mesmo os 15% mínimos podem parecer pouco, mas envolvem somas relevantes de dinheiro sujeitas a riscos muito elevados – o que explica o fato de que os prêmios do equity, que se expõe aos maiores riscos da renda variável, tenham que ser necessariamente mais elevados que os prêmios do capital na forma de dívida que tem data certa de repagamento com condições pré-estabelecidas como uma renda fixa.

⁶ Conforme Fernandes e Turolla (2005, pág. 174), países emergentes sofrem do fenômeno do "pecado original", expressão usada na literatura econômica para expressar as dificuldades enfrentadas por países periféricos para captar recursos no exterior em sua própria moeda, o que evitaria o natural descasamento que ocorre entre ativos e passivos, quando um país possui ativos em moeda local e passivos em moeda estrangeira. Sob o pecado original, os agentes econômicos de tais países, por não serem capazes de obter empréstimos externos em sua própria moeda, com taxas de juros fixas e por prazos mais longos, sejam governos ou empresas privadas, acabam ficando presos a duas possibilidades: i) obter empréstimos em sua própria moeda, no mercado doméstico, com taxas pós-fixadas e a prazos bastante curtos, ou ii) tomar empréstimos com prazos mais dilatados e a taxas prefixadas, mas em moeda estrangeira.

enquanto o mercado privado para captações de longo prazo dificilmente se desenvolveria no volume necessário para fazer frente aos investimentos em infraestrutura em prazo razoável.

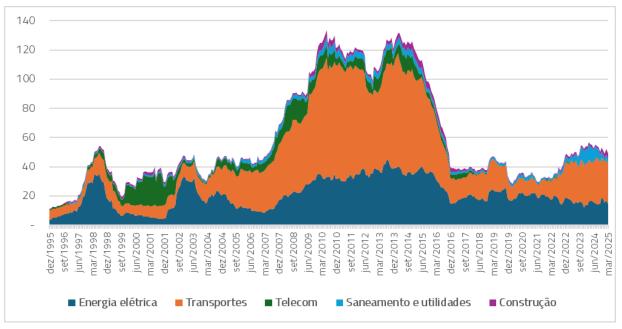
Desenhos de fomento surgem como alternativa à falha de mercado até que o mercado possa se desenvolver. No caso brasileiro, esse desenho foi principalmente baseado no BNDES, juntamente com outras instituições financeiras federais e de desenvolvimento, apoiadas em fundos públicos.

"Historicamente, a ausência de mercados de crédito e de capitais suficientemente desenvolvidos para atender a essas demandas levou o país a adotar mecanismos de "poupança forçada" como estratégia para financiar seu desenvolvimento. Desde os anos 1960, recursos do FGTS têm sido utilizados para financiar infraestrutura urbana e habitação. Já os fundos do PIS-Pasep e, posteriormente, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) passaram a compor o funding do BNDES a partir dos anos 1970, permitindo o apoio a projetos estratégicos voltados à geração de emprego e à modernização produtiva." BNDES (2025).

II.2.1 EXPANSÃO E REVERSÃO DO PAPEL DO BNDES

A Lei das Concessões, de 13 de fevereiro de 1995, juntamente com o programa brasileiro de privatizações que entrava em sua fase voltada aos setores de infraestrutura, vieram em um momento de inauguração de um ciclo de investimentos privados em infraestrutura e de crescimento das concessões. Desde então, o mercado de infraestrutura mostra um franco amadurecimento, tendo o BNDES como uma de suas principais fontes de financiamento, com um expressivo salto nos desembolsos dessa instituição na segunda metade dos anos 2000 e na primeira metade dos anos 2010. O gráfico a seguir mostra os desembolsos do BNDES acumulados em 12 meses entre dezembro de 1995 e março de 2025, a preços constantes de 2025, incluindo a contribuição relativa dos principais setores.





Fonte: elaboração Pezco Economics com dados BNDES.

Conforme o gráfico, no ano de 1995, o desembolso anualizado do BNDES para os setores de infraestrutura era da ordem de 11 bilhões de reais (a preços constantes de 2025), basicamente nos setores de transportes (61%) e energia elétrica (35%) e cresceu, terminando a década na casa dos 30 bilhões de reais, com crescimento expressivo nesses dois setores e o surgimento dos financiamentos ao setor de telecomunicações. A carteira de infraestrutura continuou crescendo, mas com uma forte inflexão na segunda metade da década de 2000. De um montante de 47,7 bilhões em desembolsos em 2002 e de 46,2 bilhões em 2005, passou a 69 bilhões em 2007, 90 bilhões em 2008 e 118 bilhões em 2009. O patamar de 118 bilhões se manteve até o ano de 2015, quando se inicia uma reversão dessa forte expansão de carteira. Em 2016, a carteira já retomava o patamar de 40 bilhões que manteve pelos anos seguintes, caindo a 30 bilhões e mais recentemente retomando um patamar de desembolsos de 50 bilhões, com ganho de participação recente dos setores de transportes e saneamento e com redução sensível da participação do setor de telecomunicações.

Esta atuação fez com que os bancos de controle público - BNDES, Banco do Brasil e CEF, mesmo após anos de ajuste, ainda detenham 46,2% de todo o crédito corporativo a vencer com prazo superior a 5 anos (12% da carteira total de financiamentos). Quando separados desta base apenas os "Financiamentos da infraestrutura e desenvolvimento", estes 3 bancos representam 99% deste total do segmento (BNDES, 2025). Olhando de outra forma, recursos destas instituições direta ou indiretamente são provenientes de recursos do Tesouro Nacional, que é forçado a aumentar o endividamento para suportar esta necessidade gerando um efeito conhecido como "crowding out". Com o crescimento dos mercados de infraestrutura, a sua relevância macroeconômica se destaca e os programas baseados em subsídios públicos se tornam menos eficientes. A discussão deste

ponto levou ao questionamento, na segunda metade dos anos 2000, da efetividade do modelo de financiamento do BNDES que apresentava alto impacto fiscal.

Assim, a trajetória de financiamento do BNDES foi influenciada por um marco, implementado a partir do ano de 2018, que foi a mudança da TJLP para a TLP, com o objetivo de reduzir o impacto do orçamento parafiscal sobre as finanças públicas brasileiras. Até o final de 2017, o BNDES concedia seus empréstimos com base na Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), composta pela projeção de inflação para os próximos doze meses acrescida de um prêmio de risco. Essa taxa, definida trimestralmente pelo Conselho Monetário Nacional, resultava em juros abaixo dos patamares de mercado, trazendo um subsídio implícito pago pelo Tesouro Nacional. Para corrigir essas distorções, em 1º de janeiro de 2018 entrou em vigor a Taxa de Longo Prazo (TLP), substituindo a TJLP nos contratos firmados a partir dessa data. A TLP vincula os juros dos financiamentos às taxas dos títulos públicos corrigidos pela inflação (NTN-B) de prazo similar, aproximando o custo do crédito do BNDES à curva de juros de longo prazo da Dívida Pública Mobiliária Federal interna. Com isso, o subsídio estatal foi drasticamente reduzido, passando a valer apenas em operações aprovadas antes da mudança, que ainda seguem sob o regime da TJLP até o seu término contratual.

Essa transição reforçou a sustentabilidade fiscal e aumentou a transparência dos financiamentos de longo prazo. Ao atrelarem-se às expectativas de mercado para inflação e remuneração real dos títulos públicos, as novas taxas tornaram os custos mais previsíveis e dinâmicos, ainda que tenham elevado o encargo financeiro de boa parte dos projetos. Em última análise, a adoção da TLP marcou uma mudança na abordagem do BNDES, movendo-o de um modelo de subsídio generalizado para um sistema mais alinhado às condições macroeconômicas. Note-se que a mudança foi possível em um ambiente em que a curva de juros de longo prazo já estava bem estabelecida — como mostramos em seção anterior — e o mercado de capitais já oferecia um nível crescente de captação de recursos via debêntures incentivadas, aproximando-se do próprio orçamento do BNDES.

Portanto, a mudança foi feita a partir de estudos prévios e em havendo uma alternativa já disponível e em crescimento — as debêntures incentivadas — diferentemente do que ocorre hoje com a tributação das debêntures em momento fiscal delicado e que não comportaria um aumento de subsídios para retomada massiva da oferta de fundos públicos aos projetos de infraestrutura. Diante do recente aumento de necessidades de financiamento para projetos de infraestrutura leiloados, a questão das fontes disponíveis se torna ainda mais crítica e o mercado de capitais vinha suprindo uma maior participação do BNDES — o que pode estar ameaçado com a mudança tributária do instrumento mais utilizado nesses projetos. Ademais, estudos divulgados na ocasião sobre os impactos dos programas de crédito subsidiado, inclusive um recentemente realizado pelo Banco Mundial, constataram que o crédito subsidiado do BNDES teve pouco ou nenhum impacto sobre o investimento agregado e nenhum sobre a produtividade, reforçando que o custo fiscal não tinha medida compensatória e estimulativa integrada (Byscov e Clavijo, 2017).

II.2.2 O MARCO DA LEI 12.431/2011 E O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

Na década passada, o mercado de capitais setorial ganhou um forte impulso com a Lei no 12.431 de 24 de junho de 2011, com a introdução das debêntures incentivadas. É neste sentido que, historicamente, no desenvolvimento dos mercados de infraestrutura no Brasil, duas grandes opções vêm concorrendo para a viabilização dos financiamentos e, portanto, dos projetos: os empréstimos do BNDES e, no mercado de capitais, as debêntures incentivadas.

O gráfico a seguir mostra a inversão na liderança das fontes de financiamento do setor de infraestrutura, cujo marco é o período entre os anos de 2019 e 2022. Antes desse período, especialmente antes de 2017, o mercado era suprido basicamente por capital fornecido pelo BNDES, mas a partir de 2019 ambas as fontes somam recursos no desafio de financiar um setor cada vez maior - decorrente da melhora de governança e no estímulo público para o desenvolvimento de uma gama cada vez mais robusta de projetos.

140 BNDES (R\$ bilhões) 120 Debêntures (R\$ bilhões) 100 80 67 60 47 62.2 40 40⁵²,9 54, 33,8 48,2 48.9 28, 42.2 20 25,19 26,1 24,4 24 0 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024

FIGURA 7 – INVERSÃO NA LIDERANÇA: BNDES VERSUS DEBÊNTURES, R\$ BILHÕES

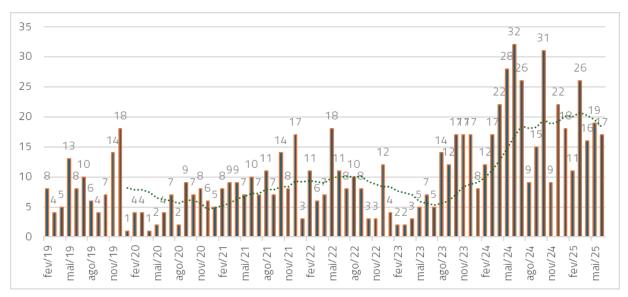
Fonte: elaboração Pezco Economics com dados BNDES e ANBIMA.

Recentemente, com o pleno alinhamento de taxas entre BNDES e mercado de capitais, as emissões de debentures incentivadas passaram a crescer de forma vigorosa, principalmente nos momentos em que os leilões de concessão cresceram em quantidade e volumes, os projetos de energia se multiplicaram e, mais recentemente, as PPPs começaram a ganhar tração. Além do crescimento das emissões, os prazos médios destes ativos cresceram (de 10 anos para 12,9 anos) reforçando a aceitação do risco.

A MP 1.303 poderá afetar o ritmo das captações, contrapondo o recente movimento de intensificação do número de operações de emissão. No primeiro semestre de 2025 foram realizadas 107 operações de captação com debêntures incentivadas, uma média próxima à de 2024

que registrou 231 captações. Nos anos precedentes, o ritmo era mais próximo a 100 operações por ano. O número de operações por mês é mostrado no gráfico a seguir, na janela disponível na base de dados da ANBIMA, entre fevereiro de 2019 e junho de 2025.

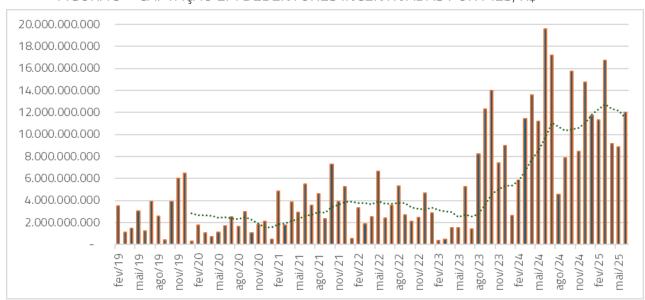
FIGURA 8 – NÚMERO DE EMISSÕES DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS POR MÊS



Fonte: elaboração Pezco Economics com dados ANBIMA.

O mesmo gráfico pode ser observado a seguir em termos do valor captado mensalmente desde fevereiro de 2019. Somente no 1º semestre de 2025 foram captados 69,9 bilhões de reais e em 2024 foram 135.1 bilhões, já em novo patamar em relação aos anos anteriores, de 64,5 bilhões em 2023 e 38,3 bilhões em 2022. O valor médio dessas operações foi, na série histórica, de R\$ 501 milhões de reais, sendo que as operações de 2025 tiveram média de 679 milhões por operação.

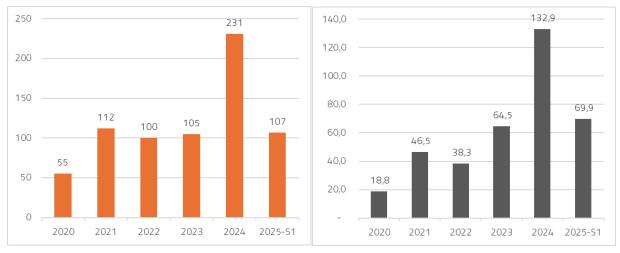
FIGURA 9 - CAPTAÇÃO EM DEBÊNTURES INCENTIVADAS POR MÊS, R\$



Fonte: elaboração Pezco Economics com dados ANBIMA.

Em termos anuais, os números apresentados acima são mostrados nas figuras a seguir. Para 2025, os valores são referentes ao primeiro semestre do ano (janeiro a junho). O gráfico mostra que em 2024 foram 231 emissões, com valor de 132,9 bilhões de reais. A projeção para o ano de 2025 mostra um patamar semelhante de emissões.

FIGURA 10 – EMISSÕES DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS POR ANO (ESQUERDA: NÚMERO DE EMISSÕES; DIREITA: VALOR EM R\$ BI)



Fonte: elaboração Pezco com dados ANBIMA.

A partir de 2.022, o BNDES passa a se utilizar destas debêntures utilizando-as como instrumento de realização de seus financiamentos, representando entre 18% a 22% das emissões de debêntures.

Junto com o BNDES, as instituições financeiras participam deste mercado pelos benefícios da Lei 12.431. De forma conjunta eles representam 52,82% do volume emitido. Fundos de Investimento e Pessoas Físicas representam, respectivamente, 24,43% e 15,17% das emissões em termos de volume financeiro.

O gráfico a seguir mostra os participantes do mercado.

FIGURA 11 - PARTICIPANTES DO MERCADO

Investidor	R\$ Milhões	%
Intermediários e demais participantes ligados à oferta	213.764	52,82%
Fundos de Investimento	98.887	24,43%
Pessoas físicas	61.400	15,17%
Demais investidores institucionais	29.180	7,21%
Investidores estrangeiros	1.507	0,37%
Total	404.739	100%

Fonte: elaboração Pezco Economics com dados ANBIMA.

Uma importante externalidade da expansão do mercado de capitais tem sido um envolvimento crescente de diversos atores de mercado no processo de financiamento de projetos de infraestrutura, gerando conhecimento setorial e aplicado a esses projetos, com especificidades

regulatórias típicas da miríade de segmentos de infraestrutura econômica e social. Ainda assim, restam desafios para ampliar o envolvimento dos atores no mercado de capitais voltado à infraestrutura. Entre os principais desafios remanescentes, pode-se destacar os fundos de pensão e investidores internacionais, assim como os investidores estrangeiros.

Os Fundos de Pensão e investidores institucionais, no geral, acabaram alocando recursos em operações e situações específicas, ficando com pouco acima de 7% do volume emitido. O benefício fiscal não é diferencial pois eles já são isentos em suas carteiras de investimento e o título público trazia rentabilidade semelhante sem o risco de projeto/crédito e a restrição de liquidez. Além disto, em alguns segmentos os ativos podem ser marcados na curva do papel, eliminando a volatilidade.

Os **investidores internacionais** alocaram recursos em volumes muito reduzidos (0,37% do volume emitido), ou seja, participando apenas de operações específicas. A grande restrição neste segmento é o risco cambial. As principais **imperfeições e assimetrias de mercado** relevantes neste caso são:

- O mercado financeiro doméstico no Brasil possui um baixo grau de desenvolvimento e assimetrias em relação ao mercado internacional, o que inviabiliza a mitigação completa do risco cambial por parte do parceiro privado.
- Os mecanismos de proteção contra a volatilidade cambial são custosos e de curto alcance no tempo, tornando-os proibitivos para operações de financiamento de maior duração.
- Empréstimos em moeda estrangeira podem oferecer taxas de juros e prazos de financiamento melhores, mas a inexistência de contratos de *hedge* de câmbio de longo prazo no Brasil obriga o parceiro privado a enfrentar o risco cambial sem proteção.

Bancos, BNDES e os investidores pessoas físicas foram os grandes responsáveis pelo desenvolvimento deste segmento de ativos financeiros, porém devemos lembrar que os quase 40% decorrentes de pessoas físicas é fato único em um setor com características tão opostas ao perfil de aceitação de risco deste público.

Importante mencionar que a isenção de IRPF tem uma aceitação grande das pessoas físicas que acaba desenvolvendo, não apenas o segmento de infraestrutura, mas também os ativos financeiros dos setores imobiliário e do agronegócio. Isto, ao longo dos últimos anos, tem auxiliado os desenvolvedores de projetos de forma relevante permitindo taxas de crescimento e de investimento bastante relevantes, impactando no agregado da atividade econômica do país. Ou seja, esses instrumentos têm um efeito potencializador importantíssimo em termos de crescimento econômico.

Bancos e BNDES, majoritários neste impulso das debêntures incentivadas, capturam valor através dos benefícios da lei em termos do IRPJ - benefício sobre os rendimentos e potencializados de forma significativa, pela definição que sua tributação é classificada como de "Definitiva e Exclusiva".

Como efeito decorrente deste crescimento e da necessidade de entendimento do risco de crédito e de projeto nestas operações a indústria de fundos de investimento se desenvolveu de forma relevante.

IV. A MEDIDA PROVISÓRIA 1.303/25

Esta seção faz uma leitura da Medida Provisória Nº 1.303 de 11 de junho de 2025, nos trechos que trazem novos dispositivos sobre as debêntures incentivadas e de infraestrutura.

IV.1 AS DISPOSIÇÕES DA MP 1.303/2025

A Medida Provisória 1.303 alterou a tributação de aplicações financeiras e ativos virtuais no País e alterou a Lei nº 12.431 de 24 de junho de 2011, que estabeleceu tratamento especial às debêntures voltadas a projetos de infraestrutura.

Em seu art. 54, reproduzido a seguir, estabeleceu a **nova tributação incidente sobre debêntures incentivadas** a vigorar a partir do início do ano de 2026, preservando apenas a isenção de títulos emitidos e integralizados até 31/12/2025. Outros papeis como Letras de Crédito Imobiliário (LCI), Letras de Crédito do Agronegócio (LCA), Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) tiveram tratamento semelhante.

Art. 54. A Lei n° 12.431, de 24 de junho de 2011, passa a vigorar com as seguintes alterações:

"Art. 2º No caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico, constituída sob a forma de sociedade por ações, dos certificados de recebíveis imobiliários e de cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios, constituídos sob a forma de condomínio fechado, relacionados à captação de recursos com vistas a implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados 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 às seguintes alíquotas:

I - 0% (zero por cento), exclusivamente na fonte, quando auferidos por pessoa física, relativamente a títulos e valores mobiliários emitidos e integralizados até 31 de dezembro de 2025;

II - 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos 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; e

III - 5% (cinco por cento), exclusivamente na fonte, quando auferidos por pessoa física, relativamente a debêntures emitidas e integralizadas após 31 de dezembro de 2025.

No seu art. 41, reproduzido a seguir, estabeleceu uma alíquota de Imposto de Renda Retido na Fonte de 5% sobre debêntures incentivadas, mas também sobre diversos outros valores mobiliários:

Art. 41. Os rendimentos dos seguintes títulos e valores mobiliários ficam sujeitos ao IRRF à alíquota de 5% (cinco por cento):

(...)

VI - Títulos e valores mobiliários relacionados a projetos de investimento e infraestrutura, de que trata o art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011.

Adicionalmente, a MP 1.303 alterou a lei de criação das debêntures de infraestrutura (Lei nº 14.801/2024), que criou tipo de debênture com benefício fiscal aos emissores dos títulos, enquanto o incentivo às debentures incentivadas da lei 12.431/2011 era voltado aos investidores.

Art. 59. A Lei n° 14.801, de 9 de janeiro de 2024, passa a vigorar com as seguintes alterações:

"Art. 3°					
5 1º ∩ r	regime de ti	rihutacão na	fonte nrevis	to neste artigo nã	n

§ 1º O regime de tributação na fonte previsto neste artigo não se aplica aos rendimentos decorrentes de aplicações de titularidade das pessoas jurídicas referidas no art. 7º da Medida Provisória nº 1.303, de 11 de junho de 2025.

§ 3° Os rendimentos decorrentes das debêntures de que trata o art. 2° desta Lei, quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior, ficam sujeitos à incidência do imposto sobre a renda à alíquota de 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), exceto quando auferidos por beneficiário residente ou domiciliado em país ou dependência com tributação favorecida e por beneficiário de regime fiscal privilegiado, nos termos do disposto no art. 24 da Lei n° 9.430, de

27 de dezembro de 1996, caso em que será aplicada a alíquota de que trata o art. 36, § 2°, da Medida Provisória n° 1.303, de 11 de junho de 2025.

....." (NR)

"Art. 4º Os rendimentos decorrentes das debêntures de que trata o art. 2º desta Lei ficam sujeitos ao imposto sobre a renda na fonte à alíquota de 5% (cinco por cento), quando auferidos pelos fundos isentos ou sujeitos à alíquota reduzida no resgate, na amortização e na alienação de cotas ou na distribuição de rendimentos." (NR)

Com as alterações realizadas e considerando a conversão da MP 1.303, a tabela a seguir apresenta a realidade de novas alíquotas para investimentos previstos na legislação de debêntures.

TABELA 2 – TABELA DE NOVAS ALÍQUOTAS PARA INVESTIMENTOS DA LEI Nº 12.431/2011

TIPO DE INVESTIDOR	TRIBUTAÇÃO SOBRE TÍTULOS EMITIDOS ATÉ 31/12/2025	TRIBUTAÇÃO EXCLUSIVA ATÉ 31/12/2025	TRIBUTAÇÃO SOBRE TÍTULOS EMITIDOS E INTEGRALIZADOS APÓS 31/12/2025	TRIBUTAÇÃO EXCLUSIVA APÓS 31/12/2025
Pessoa Física Residente no País	0% (Isento)	Sim	5%	Sim
Pessoa Jurídica Tributada com Base no Lucro Real, Presumido ou Arbitrado	15%	Sim	17,5%	Não
Pessoa Jurídica Isenta ou Optante pelo Simples Nacional	15%	Sim	17,5%	Não
Residente ou Domiciliado no Exterior (exceto jurisdição de tributação favorecida)	0% (Isento)	Sim	0% (Isento)	Sim
Residente ou Domiciliado em Jurisdição de Tributação Favorecida	-	-	25%	Sim

Nota: Tributação exclusiva significa que o imposto é retido na fonte e não há ajuste na declaração anual. Fonte: elaboração Pezco Economics a partir da legislação.

IV.2 OS EFEITOS DA MP 1.303/25

Assim como as debêntures, no momento de sua criação apresentavam incertezas sobre a capacidade de tornar-se um instrumento relevante para o desenvolvimento desta indústria e como a Lei 14.801 reforçou o entendimento, a MP apresenta um potencial quase certo de ter um impacto relevante sobre a financiabilidade de uma agenda de projetos em desenvolvimento/em estruturação e dos recentemente leiloados, além da expectativa que outras medidas venham na sequência para novas modificações com incremento de tributos.

O impacto desta medida afeta diretamente a capacidade de desenvolvimento destes projetos e consequentemente acaba tendo reflexo na taxa de crescimento do país, na sua capacidade de geração de empregos e de renda tornando a MP uma medida de alto risco para o governo. Nos últimos anos temos visto um crescimento constantemente acima das projeções dos analistas e, uma das razões relacionadas para este desvio.

O impacto desta mudança é de difícil quantificação pois passa por uma decisão de investidores, que tem uma série de inputs para sua avaliação de investimento com base na preferência individual de riscos e retornos envolvidos, mas é possível determinar que a mudança afetará negativamente de forma relevante, pois muda as bases fundamentais da debênture incentivada — ruptura com a isenção e ativa a dúvida sobre futuros movimentos que possam afetar sua rentabilidade.

O desenvolvimento da infraestrutura, do setor imobiliário e do agronegócio tem sido indicado pelos analistas como um dos principais fatores na justificativa do erro nas suas projeções. Os setores têm mostrado taxas de investimento crescentes ao longo dos últimos anos, mantendo uma correlação alta com o crescimento das debêntures como veículo de financiamento do setor.

Estes setores acabam trazendo efeitos diretos e indiretos como consequência da sua existência e do seu desenvolvimento. Citaremos abaixo alguns dos fatores que entendemos serem mais relevantes na análise e os impactos diretos desta medida provisória sobre estes aspectos:

1 – Arrecadatório - Apesar da medida ter como justificativa o aumento da arrecadação e o consequente efeito positivo sobre as contas públicas, existem efeitos contrários relevantes que diminuem muito a efetividade, como por exemplo:

Do lado do concessionário:

- Redução do imposto de renda pessoa jurídica pagos pelos projetos (já neutraliza o efeito arrecadatório em parcela importante do arrecadado);
- Redução de arrecadação do respectivo poder concedente provenientes de receitas dos próprios projetos, pois estes serão impactados na sua atratividade;

• Impactos seguirão em seus usuários e seus colaboradores diretos e indiretos, caracterizando o efeito multiplicador da medida.

Do lado dos Investidores

Com o objetivo de capturar a visão de agentes envolvidos diretamente com os investidores pessoas físicas e pessoas jurídicas, realizamos uma série de conversas com bancos, gestores de recursos com acesso aos investidores e outros agentes envolvidos nestes mercados. Como resumo destas conversas, realizadas de forma individual, podemos resumir os impactos esperados assim:

 Impacto negativo na rentabilidade dos ativos (via tributação direta ou por retirada da tributação da classificação de "Rendimentos Sujeitos à Tributação Exclusiva/Definitiva") fará com que, para ajuste da paridade com os isentos, haja um aumento de rendimento requerido nas debêntures,

A retirada da classificação de "Rendimentos Sujeitos à Tributação Exclusiva/Definitiva" abre enormes dúvidas nos investidores quanto aos impactos na declaração anual de ajuste e os efeitos compensatórios de seus custos/ônus e em relação a outras medidas tributárias em discussão no Congresso Nacional que possam afetar ainda mais seus rendimentos,

- Redução na propensão ao investimento nesses ativos em decorrência da mudança de regras e da insegurança quanto a futuros movimentos na mesma direção,
- Aproximação da tributação entre ativos de prazos mais curtos com baixo risco e aquela de projetos com prazos longos e riscos considerados representativos fará com que as "debêntures" tributadas passem por uma perda importante de atratividade e prioridade dada a mudança de avaliação, por parte dos investidores, da relação risco e retorno líquido,
- A indústria de fundos que se desenvolveu e representa o veículo de alocação utilizado por parcela representativa dos investidores deve sofrer impacto similar.
- 3 Projetos de Infraestrutura, Concessões ou PPPs
- Redução da lucratividade e, potencialmente, redução na atratividade:
 - Nos projetos já contratados e ainda não obtidos os financiamentos: os investidores poderão requerer compensações ao aumento de custo de um dos principais insumos de um projeto de infraestrutura na justiça;
 - Projetos já contratados e já financiados via debêntures (emitidas e integralizadas)
 na sua totalidade: estes projetos, pela redação da medida provisória, não terão
 impacto,
 - Na avaliação da consultoria, reforçada na reunião realizada com investidores, pessoas físicas e jurídicas, o efeito com maior destruição de credibilidade e claro na expectativa de novas medidas é a retirada do registro dos efeitos serem retirados da Rendimentos Sujeitos à Tributação Exclusiva/Definitiva,

- Projetos já contratados e já financiados via debêntures, porém não na totalidade:
 - o os recursos liberados, ou seja, integralizados não serão impactados,
 - Na parcela de recursos ainda não integralizados/desembolsados pelos investidores, já sofrerão o aumento de alíquota na parcela a ser integralizada após dia 1º de janeiro de 2026. Como o projeto já foi concedido, sua taxa de retorno definida e este custo tributário não previsto, gerará certamente um impacto relevante aos concessionários,
 - Parcela majoritária destes instrumentos contém clausula de repasse dos custos adicionais em caso de mudança tributária para os emissores. O ponto tem crucial importância pois transfere os custos para a concessionária, sem possibilidade de repasse e o custo pode tornar a operação deficitária.
 - o Projetos em fase final de contratação e não financiados:
 - os recursos serão impactados na sua totalidade,
 - Como o projeto já foi concedido, sua taxa de retorno definida e este custo tributário não previsto, gerará certamente um impacto relevante aos projetos,
 - o Projetos ainda não contratados e, portanto, não financiados:
 - os recursos serão impactados em sua totalidade,
 - Investidor acionista certamente fará um lance com maior dúvida sobre o custo dos recursos e incorporando um risco maior de elevação abrupta destes custos na medida que há possibilidade de alteração (como a MP 1.303 está ocorrendo para diversos projetos),
 - Alguns investidores podem inclusive não mais participar pela insegurança,

Efeitos Diretos

Concessões - certamente será requerido um aumento das tarifas cobradas aos usuários finais. Este efeito será cumulativamente sentido pelos usuários pelo prazo da concessão, ou seja, entre 25 e 35 anos. Estimamos os possíveis impactos da MP 1.303 em duas frentes: (i) aumento de despesa financeira que deverá ser suportada pelos concessionários, diminuindo os retornos alavancados, e; (ii) necessidade de aumento de receitas tarifárias para compensar o aumento nos spreads. Segundo nossos cálculos, se considerarmos um impacto estimado de 1 p.p. no custo da dívida, serão geradas R\$ 2,03 bilhões em despesas financeiras adicionais por ano, considerando o pipeline de projetos estimados de 2025 a 2028.

TABELA 3 – IMPACTO ESTIMADO NAS CONCESSÕES RODOVIÁRIAS

Rodovias	Unit	#
Projetos Estimados - 2025-2028	#	30 Projetos
CAPEX Estimado	R\$ milhões	290,000
CAPEX/Projeto	R\$ milhões	9,667
Alavancagem - Premissa	%	70.00%
Demanda de Financiamento	R\$ milhões	203,000
SoB - Avg Pré-MP	bps	150 bps
Custo SoB - Pré-MP	R\$ milhões/ano	3,045
Impacto SoB - MP	bps	100 bps
SoB - Avg Pós-MP	bps	250 bps
Custo SoB - Pós-MP	R\$ milhões/ano	5,075
Impacto MP - Custo SoB	R\$ milhões/ano	2,030
Prazo Médio dos Contratos	anos	30 anos
DV01 Médio	R\$ mil/1bps	881
Necessidade de Aumento - Receitas Tarifárias	%	1.5% - 4.0%

Fonte: elaboração Pezco Economics.

- PPP´s - sendo que o agente pagador é o poder concedente (poder público), o aumento das contraprestações pagas pelo respectivo poder concedente é certo. Efeito cumulativo do impacto será sentido entre 25 e 35 anos, ou seja, efeito relevante financeiramente. Estimamos um impacto global de R\$ 1,5 bilhão nas receitas de contraprestação.

TABELA 4 – IMPACTO ESTIMADO EM INFRAESTRUTURA SOCIAL

Infraestrutura Social	Unit	#
Projetos Estimados - 2025-2030	#	30 Projetos
CAPEX Estimado	R\$ milhões	18,400
CAPEX/Projeto	R\$ milhões	613
Alavancagem - Premissa	%	70.00%
Demanda de Financiamento	R\$ milhões	12,880
SoB - Avg Pré-MP	bps	150 bps
Custo SoB - Pré-MP	R\$ milhões/ano	193
Impacto SoB - MP	bps	100 bps
SoB - Avg Pós-MP	bps	250 bps
Custo SoB - Pós-MP	R\$ milhões/ano	322
Impacto MP - Custo SoB	R\$ milhões/ano	129
Prazo Médio dos Contratos	anos	25 anos
DV01 Médio	R\$ mil/1bps	20
Impacto Fiscal - Receita de Contraprestação	R\$ milhões	1,501

Fonte: elaboração Pezco Economics.

Sintetizamos os efeitos na tabela a seguir segregando-os pelo estágio atual do projeto

TABELA 5 – SUMÁRIO DE IMPACTOS DA MP 1.303/2025

PONTO DE VISTA (ATOR IMPACTADO)	IMPACTO ESPERADO	ESTÁGIO DE PROJETO		
		PROJETOS EM ESTUDO	PROJETOS JÁ CONTRATADOS, PORÉM NÃO FINANCIADOS	PROJETOS JÁ CONTRATADOS E JÁ FINANCIADOS
	Taxa de retorno esperada	Ajuste necessário	Reequilíbrio, dependendo do contrato	Sem ajuste necessário
CONCESSIONÁRIO	Atratividade	Negativa, expectativa que custo de captação supere o imposto	Negativa, expectativa que custo de captação supere o imposto	Não impactada
	Impacto na lucratividade	Sem ajuste, sim	Sim	Não
	Atratividade nas condições atuais	Impactada	Impactada	Não impactada
	Refinanciamento	Sim	Sim	Sim
PROJETO	Impactos no custo financeiro	Sim	Sim	Não
	Impacto na tarifa	Sim	Não	Não
	Impacto na outorga	Sim	Não	Não
	Impacto na contraprestação	Sim	Não	Não
	Efeito no IR da SPE	Sim	Sim	Não
GOVERNO	Receitas da concessão	Negativo	Negativo	Neutro
	Receitas das dívidas emitidas	Positivo	Positivo	Neutro
	IR da concessionária (SPE)	Negativo	Negativo	Neutro

Fonte: elaboração Pezco Economics.

- Impactos indiretos

- Perda de atração de investidores, reduzindo significativamente o interesse ou inviabilizando a emissão, com a consequente necessidade utilização dos bancos públicos como agentes financiadores impactando as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) consolidado. Efeitos no aumento da remuneração requerida e maior inclinação na curva de juros nos prazos mais longos são bastante prováveis ou seja, maior endividamento e encarecimento de toda a necessidade de refinanciamento da Dívida Pública
 - Como o país já tem alta relação dívida/PIB, os efeitos devem ser relevantes
 - Projetos que estão com taxas de juros no breakeven point não terão demanda, requerendo um aumento do retorno
- Efeitos sobre a atividade econômica maior dificuldade e prazo maior para obtenção do financiamento impactam na redução da atividade econômica através de menor projetos e maior prazo para início das atividades. Naturalmente, há uma consequente perda de receitas com consequente efeito tributário negativo
- Redução de competitividade efeito consequente esperado da redução de projetos ou mesmo a perda de velocidade no desenvolvimento dos mesmos impactam produtividade e desempenho econômico

V. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

A conclusão da avaliação feita pela consultoria está sumariada nesta seção. Após abordarmos os pontos necessários ao entendimento da questão e de seus desdobramentos, observamos que há preocupações a serem manifestadas com base nos efeitos esperados da MP 1.303 de 2025.

Neste estudo, mostramos que o desenvolvimento do mercado de dívida mobiliária soberana não foi acompanhado da adequada expansão do mercado de capitais voltado aos projetos de infraestrutura — que exige características especiais de prazos longos e outras características financeiras — até que as debêntures incentivadas, introduzidas pela Lei 12.431/2011, começaram a viabilizar uma mudança das condições para ajustar esta situação.

As debêntures incentivadas realmente foram aceitas pelos investidores brasileiros, a tal ponto que investidores que atualmente não possuam ativos desta classe tornaram-se exceção na discussão de alocação de recursos de pessoas físicas. Foi criada toda uma indústria, potencializando de forma inequívoca e inédita o papel do mercado de capitais na construção da infraestrutura nacional e nos desenvolvimentos dos setores imobiliários e da agricultura.

Outro participante, com papel fundamental desempenhado nas aquisições primárias de grandes volumes, tem sido os bancos comerciais, que além do suporte no momento das emissões garantindo suporte as empresas no momento das emissões, vem provendo uma função de provedor de liquidez para emissões junto aos seus investidores — clientes das instituições. Exemplos de projetos recentes suportados pelos bancos comerciais e viabilizados por esse instrumento são apresentados na figura a seguir, cobrindo todo o Brasil em setores de alta relevância econômica, social e ambiental.

FIGURA 12 – EXEMPLOS DE APOIOS RECENTES EM PROJETOS DE INFRAESTRUTURA



Alagoas: Sertão, Agreste e outras regiões

R\$ 2,2 bilhões

Outras operações regionais de saneamento levantaram R\$ 20+ bilhões



Setor elétrico: diversas operações R\$ 100+ bilhões



São Paulo e Rio de Janeiro: Via Dutra R\$ 10,7 bilhões

Outras operações regionais de rodovias levantaram R\$ 20+ bilhões



Rio de Janeiro: Metrô Rio

R\$ 1,2 bilhões

Outras operações regionais de mobilidade urbana impactaram dezenas de milhões de brasileiros

Fonte: elaboração Pezco Economics.

Os impactos da MP são:

- 1. Qualitativo, de perda de credibilidade e criação de insegurança, devido à introdução por Medida Provisória sem o devido planejamento de alternativas. Insegurança e, em paralelo, transitando no Congresso Nacional alguns projetos de lei alterando tributação no Imposto de Renda potencializam os efeitos e a desconfiança sobre futuros movimentos.
- 2. Incremento de custo da dívida, seja ela bancária ou via mercado de capitais, chegando ao ponto de inviabilizar projetos que já estavam no seu rito de estruturação e desenvolvimento.
- 3. Necessidades de aumento de capital do BNDES e outros bancos públicos para suprir as necessidades de financiamento que deixarão de ser atendidas pelo mercado de capitais com recentes restrições de recursos do FAT levando a necessidade de captação pública para aporte no BNDES, podendo chegar a valores da casa de trilhão de reais pelo horizonte previsível futuro, impactando o custo da dívida mobiliária como um todo.
- 4. Efeito de tarifa e contraprestação nos projetos, com pressão sobre o consumidor com mais tarifas, a inflação como decorrência e o orçamento público impactado pela necessidade de aumento nas contraprestações.

A tabela a seguir sumaria esses impactos com estimativas preliminares, em alto nível, sobre a sua magnitude esperada.

TABELA 6 – TABELA DE NOVAS ALÍQUOTAS PARA INVESTIMENTOS DA LEI Nº 12.431/2011

IMPACTO	ATOR SENSIBILIZADO	MAGNITUDE ESPERADA
Qualitativo	<i>Sponsors</i> de projetos	Indefinido, porém com claro efeito negativo na atração
Perda de valor do Concessionário	Concessionário	Incremento agregado de R\$ 106,5 bilhões até 2030
Aumento de capital dos bancos públicos (Incapacidade de financiamento via debêntures)	Entes públicos	Emissão de R\$ 670 bilhões até 2030 (Redução 50% representariam uma necessidade de capital de R\$ 335 bilhões)
Aumento de tarifas	Usuários diretos e via repasse de tarifas à inflação	Pass-through de 1,5% a 4,0% em setores como rodovias e saneamento básico
Custo fiscal em PPPs	Entes públicos	R\$ 1,5 bi para 25 anos de duração

Nota: elaboração Pezco Economics

Apesar de entendermos a motivação da medida e seu impacto fiscal positivo no curto prazo, é certo que contratamos automaticamente vários efeitos negativos, tais como:

- Aumento de despesas e tarifas por 25 anos
- Incremento no custo dos financiamentos
- Redução no investimento esperado nestes mercados
- Provável necessidade de retomar os aportes nos bancos públicos
- Incremento na taxa de juros e no montante da dívida mobiliária federal
- Efeito negativo relevante sobre o desenvolvimento do mercado de capitais
- Redução no número de players, reduzindo efeito competição nos certames
- Necessidade potencial de aumento do investimento público

Estes fatores e outros que possam emergir podem tornar a medida efetivamente negativa do ponto fiscal.

Os efeitos são todos efeitos negativos e potencialmente eliminadores na continuidade do desenvolvimento de setores (infraestrutura, imobiliário e agroindustrial), os quais trazem um enorme efeito econômico consequente. A oferta de incentivos em debêntures e dos ativos incentivados nos outros segmentos mitigavam todo esse conjunto de efeitos, portanto, caracterizando como um potencializador do desenvolvimento "sem ônus".

A reoneração, sem um devido planejamento das fontes alternativas de captação de recursos dos mercados de infraestrutura, tem efeitos danosos, pois as alternativas, exceto a reaceleração do BNDES não estão disponíveis em horizonte razoável de tempo.

Os bancos, que poderiam se configurar como alternativa, sofrem grande impacto das medidas impostas pelas regras de Basileia III e regras potenciais do banco central, tornando estes recursos disponíveis escassos e certamente inviabilizadores da atratividade dos projetos para os investidores-acionistas.

De um lado, projetos já contratados e que estavam com suas captações direcionadas para os próximos 18 meses tendem a antecipá-las para aproveitar a janela de oportunidades⁷ até a entrada em vigor – um efeito conhecido nos mercados como "corrida do ouro" (gold rush) e que é reconhecidamente causador de distorções importantes no funcionamento dos mercados.

Porém, há o caso de captações que ainda estão sendo construídas e cujo prazo não cabe no período de "corrida do ouro", o que pode trazer distorções dramáticas sobre decisões já tomadas no

Pezco Economics | R. Bela Cintra, 1200, 1° andar - São Paulo, BRASIL | www.pezco.com.br

⁷ Veja-se, por exemplo, reportagem neste sentido da Bloomberg, por Giovanna Belotti Azevedo e Rachel Gamarski, de 7 de agosto de 2025, em: <a href="https://www.bloomberglinea.com.br/mercados/de-absolute-a-jgp-gestores-correm-paragarantir-beneficio-em-debentures-incentivadas/?utm_source=BL-BR&utm_campaign=b6b2063080-news-linha-executiva&utm_medium=email&utm_term=0_-b6b2063080-479184956.

passado – uma manifestação típica da insegurança jurídica que é tão citada como uma fonte tradicional do subdesenvolvimento da infraestrutura brasileira.

Nos projetos ainda não contratados é certo que as decisões futuras tendem a ser tomadas com grau maior de incerteza, o que tende a aumentar os prêmios e retardar decisões relevantes, postergando investimentos e crescimento.

Um dos efeitos é um potencial entendimento dos investidores, extra-racionalidade, como uma quebra de contrato.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONOMÔMICO E SOCIAL (Brasil). O papel do BNDES e o financiamento de longo prazo no Brasil. Rio de Janeiro: BNDES, 2025. 11 p. (Estudos especiais do BNDES; 52).

BYSKOV, Steen; CLAVIJO, Mateo. Para entender os efeitos da reforma da TLP sobre o mercado de crédito do Brasil. Banco Mundial, jul. 2017. Disponível em: https://documents1.worldbank.org/curated/en/894891502429039796/pdf/117812-
PORTUGUESE-PUBLIC-BR-TLP-Reform-Brief-Final-Portuguese.pdf.

FERNANDES, Orlando Assunção; TUROLLA, Frederico A. "A Gestão da Dívida Mobiliária Interna sob a Hipótese do Pecado Original." *BBR-Brazilian Business Review* 2, no. 2 (2005): 162-179. Disponível em: https://www.redalyc.org/pdf/1230/123016188005.pdf.

MENEZES, Flávio. Nova tributação das debêntures incentivadas: impactos para investidores institucionais e pessoas físicas. Estadão E-Investidor, São Paulo, 23 jun. 2025. Disponível em: https://einvestidor.estadao.com.br/ultimas/debentures-incentivadas-aumento-imposto/.

ORTIZ, Isabela. Nova MP eleva imposto sobre debêntures para 25% e pressiona mercado em 2026; entenda. Estadão E-Investidor, São Paulo, 23 jun. 2025. Disponível em: https://einvestidor.estadao.com.br/ultimas/debentures-incentivadas-aumento-imposto/.

PEZCO ECONOMICS. Mercado brasileiro de infraestrutura social: cenários e projeções. PSP Hub Estudos em Infraestrutura e Urbanismo. São Paulo, 31 de março de 2025. Disponível em: https://psphub.org/midia/infraestrutura-social-no-brasil/.

SILVA, David Roberto R. S. MP 1303/2025: a nova tributação dos investimentos no Brasil e no exterior. Editora B18, São Paulo, 12 jun. 2025. Disponível em: https://www.b18.com.br/mp-1303-2025-e-as-mudancas-nas-aplicacoes-financeiras-das-pessoas-fisicas/.

SPARTA (2025). Carta Mensal Junho 2025. Sparta Fundos de Investimento.

TUROLLA, Frederico A. (2005) Política cambial com dívida indexada em moeda estrangeira no Brasil, 1995-2004. Tese de Doutorado. Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo (FGV/EAESP). Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Frederico-Turolla/publication/36408165 POLITICA CAMBIAL COM DIVIDA INDEXADA EM MOEDA ES TRANGEIRA NO BRASIL 1995-2004/links/0912f50e76c9bcac4a000000/POLITICA-CAMBIAL-COM-DIVIDA-INDEXADA-EM-MOEDA-ESTRANGEIRA-NO-BRASIL-1995-2004.pdf.

Valor Econômico. Concorrência de isentos atrapalha rolagem da dívida, diz Tesouro. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2025/06/26/concorrencia-de-isentos-atrapalha-rolagem-da-divida-diz-tesouro.ghtml.

✗ SOBRE PEZCO ECONOMICS

Somos uma tradicional CONSULTORIA ECONÔMICA E FINANCEIRA com 20+ anos de atuação.

- A acurácia de nossas projeções macroeconômicas e setoriais é mundialmente reconhecida. Somos a consultoria econômica brasileira mais premiada no Brasil e no exterior.
- Pezco produz estudos econômicos no estado da arte para estratégias de negócios, decisões financeiras, avaliações de impacto socioambiental, questões regulatórias setoriais, novas legislações e normativos.
- Pezco atua no ciclo completo dos projetos de infraestrutura: uma experiência única, transversal aos setores de infraestrutura econômica e social, nos ambientes mais desafiadores do mercado brasileiro.



BUSCAMOS COLABORAR COM ESTRATÉGIAS
PÚBLICAS E PRIVADAS, MAXIMIZANDO O
VALOR ECONÔMICO DOS NEGÓCIOS E
GERANDO BEM-ESTAR SOCIAL,
GARANTINDO EXCELÊNCIA NOS ESTUDOS,
RIGOR ACADÊMICO E CONSCIÊNCIA SOBRE
O IMPACTO ECONÔMICO, SOCIAL E
AMBIENTAL DE NOSSAS PROPOSIÇÕES.



EQUIPE DE TRABALHO

Pezco Economics destacou um time de consultores para o apoio à realização deste projeto, conforme a tabela a seguir. Entre em contato conosco para mais informações.

PEZCO economic & financial ecologis	CONSULTOR	FUNÇÃO	CONTATO
	Igino Zucchi de Mattos	Coordenador Geral	igino.mattos@pezco.com.br
	Frederico Araujo Turolla	Coordenador Adjunto	fredturolla@pezco.com.br
	Gabriel Fiuza de Bragança	Coordenador Adjunto	gabriel.fiuza@pezco.com.br
	Giovani Oliveira	Mercados de infraestrutura	giovani.oliveira@pezco.com.br
	Leonardo de Santis	Project Finance	leonardo.santis@pezco.com.br
	Larissa D'Angelo	Project Finance	larissa@pezco.com.br



ESTUDO INDEPENDENTE

AVALIAÇÃO ECONÔMICA DA ONERAÇÃO DAS DEBÊNTURES INCENTIVADAS

CONTATO

- R. Bela Cintra, 1200 1º andar Consolação São Paulo | SP BRAZIL
- + 55 11 3582-5509
- www.pezco.com.br