

## INFRAESTRUTURAS DE PAPEL: NOVOS INSTRUMENTOS DE FINANCEIRIZAÇÃO DO ESPAÇO

**Laisa Eleonora Marostica Stroher**

São Paulo University (Faculty of Architecture and Urban Planning)

[laisaeleonora@gmail.com](mailto:laisaeleonora@gmail.com)

**Marlon Altavini de Abreu**

Federal University of ABC Region (Center for Engineering, Modeling and Applied Social Sciences)

[marlon.altavini@gmail.com](mailto:marlon.altavini@gmail.com)

**Alexandre Yassu**

Federal University of ABC Region (Laboratory of Urban and Regional Studies and Projects)

[alesdl@yahoo.com.br](mailto:alesdl@yahoo.com.br)

**Jeroen Johannes Klink**

Federal University of ABC Region (Laboratory of Urban and Regional Studies and Projects)

[jeroen.klink1963@gmail.com](mailto:jeroen.klink1963@gmail.com)

**Luis Felipe Cunha**

Federal University of ABC Region (Laboratory of Urban and Regional Studies and Projects)

[luisfelipebc@outlook.com](mailto:luisfelipebc@outlook.com)

Recibido: 31 de mayo de 2021; Revisado: 03 de noviembre de 2021; Aceptado: 23 de marzo 2022

### **Infraestruturas de papel: novos instrumentos de financeirização do espaço (Resumo)**

No limiar do novo século, com a intensificação da dominância financeira sobre o sistema capitalista e uma ampliação da busca por novos espaços de acumulação, presenciemos a retomada do debate internacional sobre o padrão de financiamento da infraestrutura. Este artigo explora um conjunto de dados empíricos sobre novos mecanismos do financiamento privado da infraestrutura no Brasil, com ênfase no período pós-2011, em função da disseminação mais expressiva de novos produtos, como as debêntures incentivadas de infraestrutura. O primeiro objetivo é explorar o processo de construção da narrativa hegemônica de neoliberalização do Estado para a provisão da infraestrutura, enraizada numa visão binária entre o público e privado. O segundo objetivo relaciona-se aos resultados de nossa pesquisa empírica, a partir dos quais discutimos o neoliberalismo realmente existente, que aponta para um padrão de financiamento emergente marcado pelo hibridismo entre a esfera pública e privada.

**Palavras-chave:** neoliberalismo; financeirização; infraestrutura; debêntures incentivadas; financiamento estatal.

### **Paper infrastructures: new instruments of financialization of space (Abstract)**

On the threshold of the new century, with the intensification of financial dominance over the capitalist system and an expansion of the search for new spaces of accumulation, we witness the resumption of the international debate on the pattern of financing infrastructure. This article explores a set of empirical data on new mechanisms for private financing of infrastructure in Brazil, with an emphasis on the post-2011 period, due to the more expressive dissemination of new products, such as the infrastructure debentures. The first objective is to explore the process of building the hegemonic narrative of neoliberalization of the State for the provision of infrastructure, rooted in a binary vision between the public and the private. The second objective is related to the results of our empirical research, from which we discussed the really existing neoliberalism, which points to an emerging financing pattern marked by hybridism between the public and private spheres.

**Keywords:** neoliberalism; financialization; infrastructure; debentures; state funding.

No limiar do novo século, com a intensificação da dominância financeira sobre o sistema capitalista e uma ampliação da busca por novos espaços de acumulação, presenciamos a retomada do debate internacional sobre o padrão de financiamento da infraestrutura. A infraestrutura desempenha papel central em qualquer discussão sobre espacialidade e escalaridade das estratégias de desenvolvimento. Ao mesmo tempo, o tema está intrinsecamente ligado à problemática das fontes de recursos para financiar os vultosos investimentos que serão necessários, seja para substituir as antigas redes depreciadas nos países centrais, seja para ampliar a capacidade instalada nos países da periferia do sistema capitalista, para sustentar as suas demandas por um desenvolvimento pleno

Principalmente no que se refere ao último grupo de países, os consultores e *market makers* que atuam em agências e bancos de fomento nacionais e internacionais, assim como órgãos de planejamento, têm contribuído para a circulação e disseminação de ideias e narrativas estruturadas em torno de uma leitura específica desta problemática, assim como da solução, que está enraizada na teoria econômica e modelagem ortodoxas. De acordo com esta representação que comumente acompanha o receituário neoliberal, o investimento depende da poupança. Nesse sentido, o déficit fiscal (que gera necessidade de financiamento do setor público) “drena” a poupança que estaria disponível para os investimentos nacionais (seja na indústria, seja na infraestrutura). A tese do “hiato da poupança” gerou uma circulação de ideias influente sobre a necessidade de medidas como a austeridade fiscal, o desmantelamento dos bancos públicos, a liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos e o fortalecimento dos mercados privados de crédito e de capitais domésticos com o objetivo de canalizar a poupança interna e externa para “destravar” os investimentos em infraestrutura.

No bojo do colapso do nacional desenvolvimentismo, o Brasil virou um dos destinatários privilegiados desta circulação internacional de ideias. Pois, durante a sua trajetória de industrialização e urbanização, o Estado, apesar de seu caráter conservador e autoritário, cumpria o papel central de condutor do desenvolvimento econômico e da intermediação financeira, influência da agenda de desenvolvimento do estruturalismo latino-americano. As novas ideologias que pousam por aqui passam a definir este sistema de crédito como “truncado” para a provisão de infraestrutura. Este sistema era baseado na articulação entre o Estado e as grandes empreiteiras familiares em torno da poupança forçada (principalmente por meio do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço-FGTS e do Fundo de Amparo ao Trabalhador-FAT), sem que um mercado de capitais de longo prazo fosse efetivamente constituído. O esgotamento e crise desse padrão de financiamento nos anos 80 expuseram a polarização entre a riqueza privada, acumulada em títulos de curtíssimo prazo, e o crescimento do passivo interno do Estado, que inclusive absorveu parcela significativa da dívida externa acumulada pelo empresariado brasileiro (Belluzzo e Almeida 2002). A tensão sistêmica paulatinamente corroeu a confiança na própria moeda e capacidade de aval do tesouro, fatores indispensáveis para a emergência de qualquer mercado de capitais de longo prazo.

Nesse sentido, a estabilização da inflação, o ajuste fiscal estruturado em torno da lei de responsabilidade fiscal e a liberalização financeira, incluindo a privatização/reestruturação dos bancos públicos (estaduais) e de diversas empresas estatais, compuseram um primeiro pacote de medidas brasileiras nos anos 90 para “corrigir” os rumos, e preparar uma inserção ativa do país como plataforma para a valorização financeira. O pacote que acompanhou o Plano

Real, aprovado no ano 1994, claramente sinalizou um alinhamento com a percepção de que os investimentos em infraestrutura estavam travados em função do hiato da poupança. Portanto, era necessária a constituição de um sistema de financiamento privado, alicerçado no conjunto de transformações que apontamos, do discurso do hiato de poupanças à redução do papel do Estado. A formação deste sistema manifesta-se na lei das concessões, em 1998, que permite a gestão de infraestruturas de uso público por entes privados, na lei de parcerias público privadas (PPP) e por último as debêntures incentivadas em 2011. Funcionando como um conjunto, este arcabouço viabilizou a entrada de agentes privados na gestão e provisão de infraestrutura. Processos semelhantes e contemporâneos se desenvolveram em outros países da América Latina, como México, Chile, Colômbia, Perú e Equador, reconfigurando os seus sistemas de provisão de serviços e suas estruturas de financiamento (Mendoza, 2017; Freire, 1999; Vicher, 2017; Kornbluth Camblor, 2021). Desse modo, este artigo, visando contribuir para uma leitura crítica acerca deste processo que se desdobra em todo continente, explora um conjunto de dados empíricos sobre estes novos mecanismos do financiamento privado da infraestrutura no Brasil, com ênfase no período pós-2011, em função da disseminação mais expressiva dos novos produtos, como as debentures, a partir desta data. O objetivo é gerar duas contribuições para o debate sobre o tema.

O primeiro é explorar o processo de construção da narrativa hegemônica de neoliberalização do Estado, enraizada numa visão binária entre o público e privado. Tal narrativa é instrumento ideológico mobilizado de forma perene para as justificativas das reformas neo-liberais contra a suposta irracionalidade, morosidade, burocracia e crise Estatal. O mantra do Estado mínimo como única saída possível, para encontrar o caminho da prosperidade e do desenvolvimento. O caminho sugerido, as reformas neoliberalizantes, nunca estão completas e sempre falta algo para se efetivar o almejado protagonismo do mercado. O caminho particular da infraestrutura vem se construindo desde os anos 1990, numa trajetória de 30 anos de reformas regulatórias pró-mercado articulada ao desmonte e redirecionamento da estrutura de financiamento e gestão da infraestrutura do nacional desenvolvimentismo. Tudo isso para constituição de um, tão desejado, mercado de crédito de longo prazo. Apesar dos “avanços”, tal caminho ainda segue em construção e, também, segue mobilizando a narrativa da austeridade e da privatização. Nosso primeiro objetivo é apresentar esta trajetória regulatória articulada à edificação deste dogma neoliberal e seu discurso de inexorabilidade, a neoliberalização idealizada.

Um segundo objetivo relaciona-se aos resultados de nossa pesquisa empírica, a partir dos quais discutimos o neoliberalismo realmente existente. Os dados sugerem um padrão de financiamento emergente marcado pelo hibridismo entre a esfera pública e privada. São ao mesmo tempo acompanhados pela presença fenômenos “antigos”, como o protagonismo do BNDES como por novos agentes e processos. De certa forma, a contradição entre a neoliberalização idealizada e o projeto neoliberal realmente existente remete a análise precisa do Blyth sobre o dilema do Estado e o seu financiamento na leitura da teoria econômica liberal desde autores como Lock, Smith e Hume, “não posso viver com ele, não posso viver sem ele, não quero pagar por ele” (Blyth 2013: 17, tradução nossa).

Após esta introdução, estruturamos este artigo em três seções principais. Na primeira, revisitamos de forma sintética a geografia e história das diversas rodadas de reestruturação e

neoliberalização que marcaram a produção e financiamento das infraestruturas. A ênfase será no caso brasileiro, destacando como a circulação internacional de ideias entrelaçam-se com o pensamento sobre a redução do Estado no planejamento e o financiamento das infraestruturas no país. Na segunda seção apresentamos um conjunto de dados quantitativos e qualitativos sobre a evolução do funding privado para a infraestrutura brasileira, com ênfase no pós-2011, que contribuem para problematizar referida representação hegemônica. Na conclusão sintetizamos o panorama empírico e geramos algumas hipóteses para uma agenda de pesquisa alternativa sobre Estado, planejamento e financiamento das infraestruturas.

### **Infraestrutura, Estado e financiamento: um panorama e o caso brasileiro**

O modo de produção capitalista tem no desenvolvimento das forças produtivas sua sustentação, ou seja, para além da compra da força de trabalho, uma parte do capital precisa ser fixado em máquinas e em infraestruturas para a acumulação acontecer (Marx [1979] 2013). Em certo nível de desenvolvimento das forças produtivas, a contradição capital trabalho se acentuou, sendo mobilizada uma nova forma de gestão dos conflitos capitalistas, o Estado de Bem-estar Keynesiano nos países do Atlântico Norte. Na visão Keynesiana a anarquia de decisões de capitalistas individuais leva a crises e problemas na própria acumulação, na exacerbação de suas contradições, sendo necessária uma ação que seja capaz de coordenar as decisões individuais e dirimir, temporariamente, estes problemas, isso ocorre através do sistema de crédito e da infraestrutura, principalmente (Morettini 2019). A provisão de infraestruturas sociais promove o rebaixamento do custo da força de trabalho e libera o salário para o consumo. A infraestrutura econômica orienta e reduz as incertezas do conjunto de capitalistas, dando sustentação ao processo de acumulação do conjunto dos capitais, ampliando a produtividade para além da fábrica. Um formato de Estado que tem no fundo público seu elemento central, como conjunto de recursos que atua nas duas pontas do processo de acumulação, prove as condições gerais de produção e circulação, e os meios de consumo coletivo que reduzem o custo da força de trabalho (Oliveira 1980).

No curso histórico do desenvolvimento econômico e social das nações capitalistas, na constituição do Estado Moderno, a provisão e a consolidação de uma rede de infraestrutura distribuída no território de forma homogênea e coesa foi um dos principais objetivos, se não o principal<sup>1</sup> (Graham e Marvin 2002). Assim, o nível de desenvolvimento das nações demonstrase, para além de seu poderio bélico e militar, do seu poderio econômico e político, na complexidade de sua infraestrutura econômica e social. Quanto mais elevado o seu desenvolvimento, maior a produtividade do trabalho, maior a complexidade e a pluralidade da sua capacidade produtiva. Mas, devido ao porte, a tecnologia e ao custo das infraestruturas é necessário o desenvolvimento de um sistema de crédito para a consecução destas redes. Portanto, a busca do desenvolvimento das nações capitalistas passaria pelo aperfeiçoamento das instituições e de seus sistemas de crédito, explicitando uma ligação entre Estado, planejamento, infraestrutura e desenvolvimento. Estes seriam alguns dos fatores de distinção

---

1 Aqui não faremos um debate sobre o modelo de desenvolvimento capitalista ocidental e outras modalidades de desenvolvimento. Vamos nos restringir aos percursos do desenvolvimento das sociedades capitalistas ocidentais.

entre nações desenvolvidas e subdesenvolvidas, além de sua posição na divisão internacional do trabalho (Sunkel 1970).

O Estado Keynesiano ao invés de atenuar, acentuou as contradições do capital, levando-o a uma crise de sobreacumulação, ou seja, excedentes de capital dinheiro sem espaços de alocação. Crise que leva ao domínio dos detentores do capital sobreacumulado, dos agentes financeiros e do capital fictício, à financeirização (Braga 1997; Carcanholo, Sabadini 2009). Um capitalismo de propriedades que tem na renda sua principal forma de remuneração (Paulani 2016). Há um deslocamento das estratégias de acumulação da produção e da busca do lucro na produção de mercadorias para as formas de gestão da propriedade do dinheiro através da extração de rendas. O imperativo do rentismo se dissemina em uma infinidade de produtos financeiros, na busca de fluxos contínuos de renda. Uma multiplicação de propriedades e formas de securitização em estratégias para captura de valor (Andreucci et al. 2017).

A constituição destas novas formas de extração de riqueza, cada vez mais distantes da atividade produtiva, prescinde do Estado como ator fundamental na constituição de arranjos regulatórios que modelam estas novas formas de propriedade. Com a crise de sobreacumulação, a partir dos anos 1970, entram em cena as políticas de austeridade fiscal e os processos de privatização de bens e serviços públicos, como espaços a serem invadidos pela lógica financeira. Assim, o capital na busca de novos espaços de acumulação (Harvey 2003), pressiona para a liberalização dos mercados e decreta o fim do Estado de bem-estar keynesiano e a emergência do neoliberalismo como única saída, "there is no alternative" propagado por Margaret Thatcher nos anos 1980. Neste processo de neoliberalização, os órgãos multilaterais cumprem papel ativo, conduzindo a mobilidade internacional de políticas públicas, fazendo empréstimos condicionados a reformas, consultorias técnicas, além de outros mecanismos coercitivos. Tudo isso objetiva auxiliar os Estados na transformação dos seus sistemas de provisão de serviços públicos, através da fragmentação da infraestrutura e da gestão e planejamento estatal (Graham e Marvin 2002). O mantra da crise fiscal e da austeridade sustentam a pauta do financiamento da infraestrutura e seu caminho inexorável pela privatização, que tem na transformação da infraestrutura em ativo financeiro, que gere fluxos de renda, um novo modo de ser da provisão de serviços. Um reescalonamento do Estado (Brenner 2004), que esvazia a perspectiva da coesão socioespacial nacional e a busca pela homogeneização do território para catalisar e fomentar territórios subnacionais competitivos. Desse modo, o neoliberalismo realmente existente, não representa a redução do Estado, mas o fim da alteridade entre agentes sociais e econômicos em favor dos últimos. Um processo que caminha para a mercantilização de todos os espaços da vida.

Na neoliberalização do Estado há a mudança dos léxicos e da forma de enunciação dos problemas, de modo a construir a nova racionalidade neoliberal-financeira. O risco, a liquidez, a competição e os modelos financeiros passam a dominar a noção de provisão de serviços. Uma nova razão do mundo (Laval e Dardot 2016), com novos agentes e discursos. A modelagem como parâmetro, a dominância do risco econômico e não mais o risco social.

A financeirização da infraestrutura é articulada à neoliberalização do Estado e ao seu reescalonamento. Entretanto, referido processo não é simples, por dois motivos principais, o longo-prazo de circulação desta "mercadoria" e por ser um ativo de baixa liquidez e indivisível. Como um capital fixado sobre a forma de capital produtivo, este se comporta como o dinheiro,

exigindo o pagamento de juros pelo seu uso, além de ser propenso à desvalorização devido a sua forma particular de transmissão do valor ao longo do tempo (Harvey 2003). Portanto, sua transformação em ativo financeiro que permita o acesso a fluxos periódicos de renda a partir de sua propriedade é uma operação de risco. Para isso ocorrer é necessário um novo arranjo institucional (Lorrain 2011), que irá trabalhar na decodificação desta infraestrutura, demandando uma nova forma de provisão de infraestrutura, que traga garantias dos fluxos financeiros por longos períodos e que este desempenho também seja estável e previsível, para sua precificação e comparação com outras categorias de ativos (O'Neill 2018). A este fenômeno nos referimos neste artigo como o processo de financeirização da infraestrutura. Dentro de uma lógica que demanda tal previsibilidade, quais fluxos devem ser envolvidos em tais transações, quais recortes do espaço proporcionam tais rendimentos e como?

O investidor em infraestrutura tem grande interesse no estabelecimento de condições regulatórias que fortaleçam o acesso privilegiado e de longo prazo aos clientes, forneçam opções de primeira oferta em oportunidades de expansão do mercado e impeçam novos participantes no mercado. Portanto, há uma estreita relação entre a estabilização das estruturas de capital no setor de infraestrutura e a presença de fortes alianças entre Estado e as empresas, estabilidade que é então potencializada por práticas organizacionais inovadoras e estruturas concebidas expressamente para perseguir objetivos de monopolização (O'Neill 2018: 1311, tradução nossa).

Apesar de estas transformações serem as dinâmicas dominantes, as nações se encontram em condições desiguais e posições distintas na hierarquia global e na divisão internacional do trabalho, existindo outros processos que se combinam ao movimento geral. Nos países subdesenvolvidos e periféricos se colocam uma série de barreiras ao desenvolvimento do sistema de crédito e da infraestrutura. Nestes países, principalmente os latino-americanos, colocou-se a questão de como desenvolver as forças produtivas e encontrar fatores endógenos de dinamismo econômico, inovação tecnológica e financiamento do desenvolvimento. Intelectuais (Sunkel 1970; Furtado 1961) imersos nessa condição e na busca de sua superação procuraram compreender nossa realidade socioeconômica. Alguns deles reunidos na Comissão Econômica Para América Latina (CEPAL) formularam uma agenda desenvolvimentista, que tinha como objetivo a industrialização como via de superação do subdesenvolvimento, influenciando políticas e governos por todo continente. No Brasil, as políticas de cunho nacional desenvolvimentista se iniciam antes da consolidação desta agenda, nos anos 30 com Getúlio Vargas e se estendem até o governo Geisel com o II PND (1974), promovendo uma intensa industrialização do país e com políticas de integração do território nacional, polarizadas por São Paulo, principal polo industrial e centro da economia nacional. Um modelo que consolidou um sistema de financiamento das infraestruturas através do Fundo de Garantia por Tempo de Serviços (FGTS), para o financiamento da habitação e do saneamento e o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES) no financiamento das infraestruturas econômicas (como, portos, rodovias e aeroportos). Este par de recursos é relevante até hoje, como veremos ao longo do artigo.

Tais políticas encontram seu esgotamento na crise das dívidas dos países latino-americanos, que, também, fortalecem o processo de abertura política, após 20 anos de ditadura militar. A abertura traz consigo uma nova constituição em 1988, que estabelece uma série de direitos sociais. O prolongamento do contexto inflacionário e de recessão cria o ambiente para

o avanço de reformas neoliberalizantes nos anos 1990, ainda no governo Collor, avançam no governo Itamar Franco com as medidas de estabilização macroeconômica no Plano Real. Mas, deslancham, no governo de Fernando Henrique Cardoso (FHC), marcadamente neoliberal. Com a retórica do Estado mínimo, abertura de mercado, austeridade e o discurso do hiato de poupança. Avançam as consultorias para reforma do Estado, para o desenvolvimento de novas formas de financiamento e gestão privadas, a privatização de Empresas e de Bancos públicos, com importante papel das agências de financiamento multilaterais como Banco Interamericano de Desenvolvimento e Banco Mundial por meio de consultorias. Tais agências tiveram papel notável, também, em outros países da América Latina como, no México (Mendoza, 2017) e no Chile (Freire, 1999; Kornbluth Cambior, 2021), na remodelagem de seus sistemas de provisão, como habitação e rodovias.

No governo FHC, o Plano Plurianual (PPA), de 1996-1999, trouxe diretrizes relacionadas a reformas para viabilizar uma expansão da gestão privada via parcerias, concessões e privatizações. “Na “estratégia de modernização produtiva”, a “modernização e ampliação da infraestrutura é considerada como uma das diretrizes para ação governamental.” (Carvalho 2013: 341). Este PPA, foi desenvolvido tendo como base o plano Brasil em Ação, de 1996, que previa investimentos em infraestrutura. O Brasil em Ação foi desenvolvido por uma empresa privada, vencedora de uma licitação, que traçou soluções para o desenvolvimento por eixos. Uma gestão centrada na linguagem de plataformas dinâmicas e eixos de integração-inserção internacional, acelerando o processo de inserção financeira subordinada da economia brasileira na economia internacional (Paulani 2013). Intensificaram-se os processos neoliberais de fragmentação da provisão de infraestrutura e do território nacional, através da seletividade espacial em novos padrões de desenvolvimento desigual.

Tais mudanças geraram novos instrumentos de mercado para o financiamento da habitação e da infraestrutura, além de viabilizar a arquitetura regulatória e financeira das privatizações com recursos públicos. Uma narrativa de territórios competitivos se estabelece numa guerra fiscal, através de isenções fiscais promovidas pelos entes federativos na disputa por investimentos externos diretos. Tal contexto encontra amparo na aprovação da lei de concessões (1995) e na lei de responsabilidade fiscal (2000), entre outras. O plano posterior Avança Brasil (Lei nº 9.989/2000, o PPA de 2000-2003) tem como foco o “custo Brasil”. Um termo mágico, uma forma de simplificação neoliberal da agenda de desenvolvimento econômico do país, sendo este a síntese da liberalização do mercado como forma de atrair o capital estrangeiro para infraestrutura junto com uma simplificação tributária. Ou seja, no governo FHC se avança na criação de um distinto arcabouço legal da gestão privada sobre os serviços públicos e a infraestrutura, na privatização de importantes empresas públicas e no desmantelamento de outras, visando à dominância da racionalidade financeira neoliberal na gestão estatal. Em termos de formas de avanço da gestão privada dos serviços públicos, destacamos a privatização das estatais de telecomunicações, abertura das companhias de saneamento no mercado de capitais, o avanço da privatização no setor de energia, as concessões de rodovias, além da privatização de uma série de bancos públicos que eram responsáveis pelo financiamento ao desenvolvimento regional e financiamento da infraestrutura. Representa o desmantelamento institucional do arranjo nacional

desenvolvimentista e a consolidação das agências reguladoras, que cumprem o papel de mediar às relações dos serviços privatizados.

### **A tentativa de alavancar um funding privado para infraestrutura nos governos petistas: as debêntures incentivadas e os certificados de recebíveis**

A chegada do Partido dos Trabalhadores (PT) à presidência prometia mudanças na gestão do Estado, conquanto, o período em que esteve no governo (2003-2016) é carregado de ambiguidades, como aquelas observadas na atuação estatal na produção do espaço. Por um lado, foram criadas políticas públicas e investimentos em uma escala inédita em habitação e infraestrutura econômica e social, por meio do Programa de Aceleração do Crescimento (2007) e do Programa Minha Casa Minha Vida (2009), sustentados principalmente com recursos da União e fundos parafiscais (FGTS e FAT). Estes programas constituíram uma resposta anticíclica aos efeitos da crise global financeira de 2008, ao mesmo tempo em que são expressão de um projeto de governo caracterizado por um “Reformismo Fraco” (Singer 2018), que buscou uma conciliação de interesses entre as demandas de grandes grupos empresariais nacionais e as necessidades de responder aos déficits sociais e econômicos históricos do país. Como parte desse projeto, houve um redirecionamento dos financiamentos do BNDES, que, em distinção ao governo FHC, passaram a mirar grandes grupos nacionais ao invés de estrangeiros, entre os quais, as empreiteiras de obras públicas, que tiveram um papel de destaque na coalizão buscada pelos governos petistas (Boito Jr e Berringer 2013).

Esta agenda combinou-se à continuidade da agenda neoliberal dos governos antecessores, por meio da aprovação da Lei federal de PPPs em 2004, da regulamentação da possibilidade de empresas privadas realizarem a modelagem das PPPs através da Manifestação de Interesse Privado em 2006, do avanço das concessões privadas (nos setores de saneamento, rodovias, estádios, portos e aeroportos), e pelo estímulo à constituição de um mercado privado de financiamento de longo prazo para o imobiliário e a infraestrutura por meio do mercado de capitais. O estímulo ocorreu pela criação das debêntures incentivadas de infraestrutura/DIIs (Lei nº 12.431/2011) e através de novas regulações que afetaram o mercado dos certificados de recebíveis imobiliários (CRIs), que embora não tenham sido concebidos para financiar o setor da infraestrutura, começaram a ser utilizados para este fim a partir de 2006.

O CRI introduziu no Brasil as operações de securitização imobiliária, pelas quais os fluxos de rendimento, originados a partir de contratos de dívida, são agrupados e convertidos em títulos mobiliários transacionáveis no mercado de capitais. Esta operação permite que instituições financiem uma carteira de ativos com base no risco de crédito inerente a esta carteira, não ao risco da instituição originadora. As DIIs, por sua vez, foram projetadas especificamente para o financiamento de infraestrutura, são lastreadas em fluxos oriundos de dívidas de projetos vinculados a este setor. São emitidas no mercado de capitais por Sociedades de Propósito Específicos (SPE), mantendo o risco e o lastro do crédito emitido ao fluxo de pagamentos da SPE.

Os CRIs já foram objeto de significativa discussão na literatura sobre financeirização do setor imobiliário (Botelho 2007; Royer 2016; Abreu et al. 2020). Ele foi criado pela lei que instituiu Serviço Financeiro Imobiliário em 1997, como parte das reformas de FHC, com o



argumento de substituir o SFH, alimentado principalmente pelo FGTS e o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Entretanto, o CRI teve seu uso intensificado apenas a partir de meados dos anos 2000, em virtude do contexto macroeconômico mais favorável e das mudanças regulatórias que visaram atribuir maior segurança e atratividade aos investidores, por meio da instituição da alienação fiduciária e da isenção de imposto de renda para pessoas físicas<sup>2</sup>.

Pesquisas revelaram as contradições entre alguns dos principais argumentos utilizados para criação do CRI, de responder ao déficit habitacional da base da pirâmide social por meio da captação de recursos privados na bolsa, e seus resultados, caracterizados por uma concessão de crédito minoritária em relação aos recursos parafiscais, e pelo uso do próprio FGTS como um dos principais investidores dos CRIs (Royer 2016). Isso ocorreu por meio da atuação do Fundo de Investimento do FGTS (FI FGTS)<sup>3</sup> que comprou títulos emitidos pela Caixa Econômica Federal lastreados em empréstimos imobiliários residenciais fornecidos pelo SBPE (Abreu et al. 2020). Ou seja, a efetiva operacionalização do SFI, caracteriza-se por uma série de vasos comunicantes com o Serviço Financeiro Habitacional, que tem atuado tanto como investidor (por meio do FI FGTS), quanto como emissor (via o SBPE). Cabe observar ainda que a maioria do recurso captado por meio do CRI tem sido direcionada ao financiamento de imóveis residenciais e corporativos de alto padrão, não atendendo ao déficit, que se concentra nos extratos de menor renda (UQBAR 2020). Nosso desafio nesse artigo é estender a compreensão do uso dos CRIs para o setor de infraestrutura.

As debêntures incentivadas de infraestrutura (DIIs), por outro lado, têm recebido menor atenção nas pesquisas que discutem a financeirização da produção do espaço. Aprovadas em 2011, no governo de Dilma Rousseff, elas têm sua origem associada a discussões realizadas em grupos de trabalho instituídos no início do governo de Luiz Inácio Lula da Silva, ainda em 2003: o Grupo de Trabalho de Mercado de Capitais e Poupança de Longo Prazo (GTMK) e o Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social (CDES) (Oliveira 2019). Este último definiu um grupo específico para a “Agenda da Infraestrutura para o Desenvolvimento”, e um subgrupo, criado em 2010, intitulado “Financiamento de Longo Prazo”. O CDES atuava como um órgão de aconselhamento da presidência sobre assuntos econômicos era formado por representantes da sociedade civil, contemplando representantes das entidades do setor de infraestrutura, como a Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base - ABDIB (Oliveira 2019). O GTMK contava com representantes de ministérios, entidades do mercado financeiro e do sistema bancário<sup>4</sup> - Ministério da Fazenda, da Previdência Social e do Planejamento, Comissão de

---

2 Aspectos possibilitados, respectivamente, pelas leis federais nº 10.931/2004 e nº 11.033/2004. Em 2009, o benefício da isenção do IR estendeu-se aos rendimentos auferidos em fundos de investimentos imobiliários (FII), compostos por CRI, LCI e letras hipotecárias.

3 A criação do FI FGTS, em 2007 pelo governo federal, é mais um dos componentes importantes que marcaram as ambiguidades do modo petista de governar. Criado para injetar recursos no setor imobiliário e de infraestrutura, o fundo comprou de debêntures e ações de empreiteiras, CRIs emitidos por grandes incorporadoras, participações em PPPs e projetos de concessão. Um dos seus aspectos contraditórios reside no fato de utilizar recursos parafiscais para alimentar mercados de crédito, criados em tese, para receber investimentos privados.

4 Seu objetivo era “propor medidas para o estímulo ao crescimento da poupança de longo prazo, da intermediação financeira, da eficiência do investimento privado e da redução do custo do capital no Brasil, além de propor o

Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), Banco Central, ANBIMA, CNSeg, Febraban, Abrapp, B3 e AMEC -, e tinha como objetivo:

(...) propor medidas para o estímulo ao crescimento da poupança de longo prazo, da intermediação financeira, da eficiência do investimento privado e da redução do custo do capital no Brasil, além de propor o aperfeiçoamento dos marcos de regulamentação e de fiscalização dos mercados de seguros, resseguros, previdência complementar, ações e demais (Oliveira 2019: 81).

As discussões nesses grupos giraram em torno da narrativa de impossibilidade do BNDES continuar como principal financiador dos investimentos em infraestrutura, e da necessidade da constituição de um funding privado de longo prazo, volumoso, dotado de liquidez, com um mercado secundário profundo e investidores diversificados. Estes seriam os requisitos para formação de um mercado de crédito robusto em substituição aos fundos estatais e paraestatais, os grupos propuseram uma série de medidas tendo em vista alcançar estes objetivos, que foram incorporadas à Lei Federal nº 12.431/2011, que criou as DIIs (Oliveira 2019). É importante notar como este discurso se repete, na criação de um título financeiro para o financiamento da infraestrutura, no Chile encontramos um caminho semelhante, tanto do ponto de vista dos argumentos em torno da limitação das fontes tradicionais de financiamento como no caminho regulatório, iniciando na criação de formas de gestão privada da infraestrutura e dos serviços para a posterior criação de um título lastreado nestas concessões (Freire, 1999).

Cabe observar que esta agenda encontrava eco também no documento “estratégia de parceria para país do Banco Mundial 2008-2011”, que tinha como eixo principal o incentivo ao desenho de estratégias para construção de um sistema de financiamento privado de longo prazo por meio do fortalecimento do sistema de intermediação financeira e do mercado de capitais para uma ampla gama de setores, da habitação, a infraestrutura econômica, como para a educação.

Visando contornar as dificuldades em relação à liquidez e formação de mercado secundário no mercado de capitais brasileiro constatada nestes debates, a lei das DIIs, trouxe a exigência de a remuneração da sua indexação ser atrelada à taxa de juros pré-fixada, vinculada a índice de preço (IPCA) ou à Taxa Referencial (TR), incorporando um componente de risco e contrapondo-se às debêntures convencionais com baixa liquidez, em sua maioria, pós-fixadas e vinculadas à taxa DI (Oliveira 2019). Ao contrário dos títulos indexados à taxa DI, o preço unitário das debêntures incentivadas oscila ao longo do tempo, acompanhando os movimentos da taxa básica de juros (Selic) e inflação (IPCA), o que teve o intuito de fomentar a especulação, e, conseqüentemente, o mercado secundário. A lei ainda eliminou a tributação dos rendimentos periódicos, o que representaria mais um entrave à criação de um mercado secundário. Vale destacar o efeito de causalidade circular entre a liquidez da oferta primária e secundária do título, já que não havendo a segunda pode haver um desestímulo da primeira, pois isso indica que não será fácil a sua revenda a qualquer tempo.

O viés “incentivado” das DIIs foi diretamente inspirado nos incentivos fiscais oferecidos nos CRIs criados anteriormente (Oliveira 2019), o que representa uma forma de participação

---

aperfeiçoamento dos marcos de regulamentação e de fiscalização dos mercados de seguros, resseguros, previdência complementar, ações e demais (Oliveira 2019: 81)”.

estatal indireta neste tipo de financiamento. A possibilidade de o Estado outorgar uma isenção fiscal está condicionada à promoção de um interesse público, que estaria justificado pelos interesses econômicos e sociais relacionados a diminuição dos déficits de infraestrutura urbana e econômica. As isenções variam segundo dois tipos de DIIs criadas pela lei, uma direcionada a investidores estrangeiros (Art. 1º) e outra aos nacionais (Art. 2º). A alíquota de imposto de renda foi reduzida a zero aos investidores estrangeiros pessoas jurídicas<sup>5</sup> e às pessoas físicas residentes no Brasil, já as pessoas jurídicas residentes aqui ficaram sujeitas à alíquota de 15%<sup>6</sup>.

As DIIs emitidas de acordo com o primeiro artigo não possuem obrigatoriedade de serem destinadas a projetos de infraestrutura, enquanto as emitidas conforme o segundo artigo, além de serem direcionadas a este fim, carecem de uma portaria autorizativa de ministérios do governo federal, tendo em vista avaliar seu enquadramento nos requerimentos da lei.

Na seção seguinte apresentamos os resultados de uma análise empírica sobre os CRIs e as DIIs, realizada a partir da sistematização e interpretação de dados e relatórios constantes nos portais da Anbima, Ministério da Economia e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), buscando endereçar as questões que enunciamos na introdução do artigo.

### **O funding privado realmente existente da infraestrutura**

O notado empenho dos mercados de capitais, na estruturação de um novo padrão de financiamento sustentado pela emissão de ativos financeiros, tem posicionado um campo de debate especialmente desafiador para a compreensão do alcance e das condições com as quais este suposto protagonismo tem sido capaz de mobilizar agentes e recursos para a conformação de um sistema de financiamento de longo prazo para projetos de infraestrutura. Neste sentido, tomando os CRIs e as DIIs como referência, a presente seção pretende situar a extensão alcançada por estas operações em sua recente difusão nos distintos segmentos do setor de infraestrutura.

Naturalmente, estes ativos não podem ser percebidos fora dos contextos e das finalidades às quais foram idealizados. Não há, por isso, qualquer intenção de estabelecer uma comparação que vise hierarquizar em ordem de importância cada um deles. Cumpre aos objetivos desta seção destacar: a evolução deste mercado, considerando os volumes transacionados e as operações efetuadas, e analisar as especificidades e o escopo com que estas operações vêm sendo estruturadas.

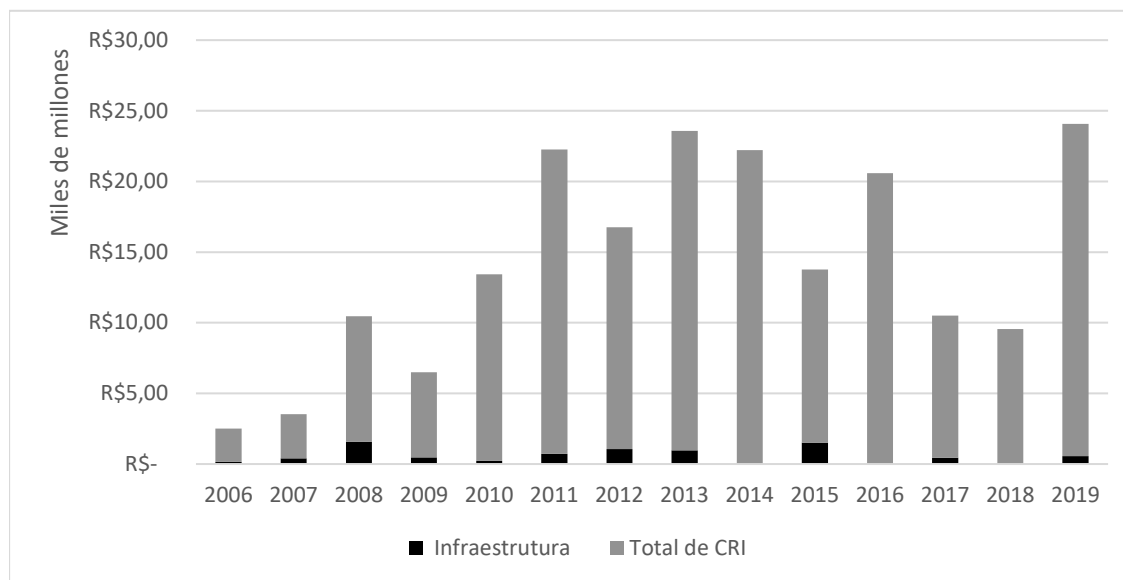
Com estas preocupações, o Gráfico 1, situa o peso e a importância das emissões de CRI lastreadas em operações do segmento de infraestrutura, tendo em conta sua importância frente às demais emissões efetuadas por este ativo e os patamares atingidos nestas transações.

---

5 Previsão restrita às pessoas jurídicas de “direito privado não classificadas como instituições financeiras ou fundos de investimento em direitos creditórios constituídos sob a forma de condomínio fechado regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, cujo originador ou cedente da carteira de direitos creditórios não seja instituição financeira (Brasil 2011)”.

6 Previsão restrita à “[...] 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) (Brasil 2011)”.

**Gráfico 1.** CRI. Montantes (R\$) vinculados ao setor de infraestrutura versus os demais segmentos. 2003 - 2019



Dados deflacionados IGP – DI = 100. Ano base 2019

Fonte: Elaboração própria com base em ANBIMA. 2021.

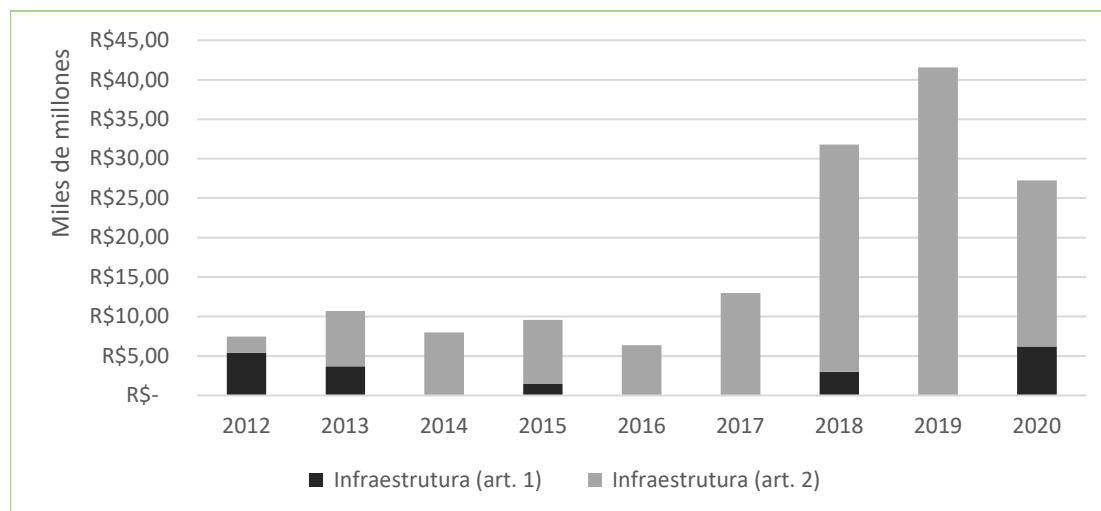
Embora a emissão de CRIs ocorra desde 2003, é só a partir de 2006 que se observa a emissão de títulos originados a partir de contratos lastreados por empreendimentos de infraestrutura. Em 13 anos (2006 a 2019) foram registradas a emissão de 27 CRIs que representaram R 8,1 bilhões em investimentos no setor, total pouco significativo quando considerado os quase R\$ 200 bilhões transacionados no mercado no período considerado. Estes indicadores reforçam parte dos argumentos já apresentados acerca dos desafios associados tanto à formação de um mercado privado para o financiamento de projetos de infraestrutura, quanto, ao desenho de um ativo que seja capaz de mobilizar investimentos e investidores para este setor.

Diferentemente dos CRI, as DIIs são um instrumento financeiro concebido exclusivamente para atender as demandas do setor de infraestrutura. Desenhada a partir de dois campos de atração de investimentos, com ativos direcionados à investidores estrangeiros (Art. 1º) e aqueles voltados aos investidores nacionais (Art. 2º), as DIIs apresentam volumes crescentes de investimentos desde ano de 2012, quando começaram a ser distribuídas, totalizando no ano de 2020, como indicado no Gráfico 2, o montante de R\$ 155 bilhões no período de 9 anos, referente à 398 emissões efetuadas. Os investidores nacionais tiveram maior participação no período, foram responsáveis pela aquisição de mais de 382 emissões, totalizando R\$135 bilhões, enquanto os estrangeiros foram responsáveis pelo investimento em 16 emissões, um total de R\$ 19 bilhões.

De maneira geral, para além dos incentivos tributários aqui já destacados, a emissão e circulação destes títulos ocorreu simultaneamente à redução dos investimentos diretos em infraestrutura pelo BNDES desde 2014, passando de R\$64 bilhões nesse ano para R\$24 bilhões em 2019 (Brasil 2020). Essa prática faz parte de uma extensa agenda de austeridade fiscal iniciada no final do governo de Dilma Rousseff, e intensificada com a aprovação da PEC do Teto

de Gastos aprovada em 2016 (EC nº 95/2006 - apelidada de PEC do “fim do mundo” ) e da Reforma Trabalhista (2017), ambas no Governo de Michel Temer, além da Reforma da Previdência (2019), no Governo de Jair Bolsonaro. Como discutiremos no decorrer do artigo, ao mesmo tempo que a diminuição de financiamento público pode estimular a busca pelo financiamento privado, ela também constitui uma trava para o aumento deste último.

**Gráfico 2.** Debêntures Incentivadas. Montante (R\$) emitido. 2012 - 2020



Dados deflacionados IGP – DI = 100

Fonte: Ministério da Economia. Boletim informativo de debêntures incentivadas. Dezembro de 2020.

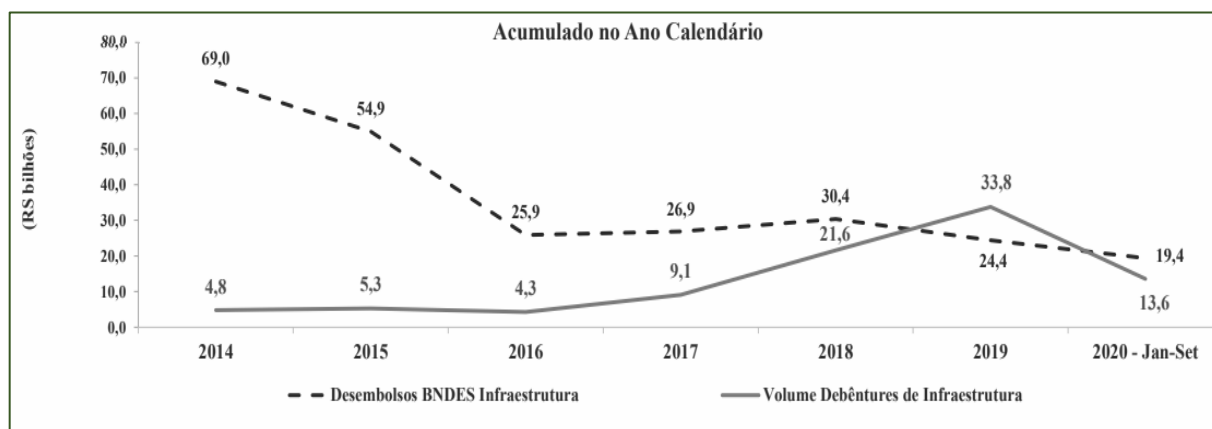
A partir de 2017, com a Lei nº 13.483/2017, o BNDES substituiu gradativamente a taxa de juros de longo prazo - TJLP para remuneração dos seus financiamentos, adotando a taxa de longo prazo - TLP, composta por uma parcela de juros reais pré-fixados e da inflação - IPCA. Com a TLP praticada a partir da variação dos índices de preços, ficam evidentes as tentativas para se estabelecer critérios que ofereçam uma maior equiparação entre as fontes de financiamento estatal e privado. A redução da taxa básica de juros da economia (Selic) igualmente a partir de 2017, que serve de referência para remuneração dos títulos do tesouro federal, diminuiu a atração desses ativos que são o principal alvo dos investidores financeiros no país, estimulando o mercado de DIIs e CRIs. Tal como indicado no Gráfico 3, observa-se a partir deste momento uma elevação nos patamares transacionados e uma maior equiparação ao desembolso de investimento efetuados pelos BNDES.

Apesar do mercado secundário das DIIs apresentar o dobro da liquidez em relação as debêntures não incentivadas, com um giro<sup>7</sup> de 4,5% em 2020, ainda é uma taxa reduzida se comparada às comercializações de títulos da dívida do governo federal, que tiveram um giro de 130% no mesmo ano. Não observa-se um efeito evidente de causação circular entre mercado

<sup>7</sup> O giro é um indicador de liquidez do mercado secundário, correspondendo à razão entre o volume negociado e o estoque em circulação.

primário e secundário como esperado pelos idealizadores das DIIs, a partir da série de incentivos incluídos na sua legislação.

**Gráfico 3.** Desembolsos do BNDES em Infraestrutura X Debêntures Incentivadas de Infraestrutura



Fonte: Ministério da Economia. Boletim informativo de debêntures incentivadas. Dezembro de 2020.

Como indicado pelos dados, os investimentos em infraestrutura despendidos pelo BNDES têm sido gradualmente reduzidos desde o ano de 2014, em contrapartida os volumes transacionados pelas DIIs apresentam notada evolução, chegando a superar os valores desembolsados pelo BNDES em infraestrutura no ano de 2019 pela primeira vez (Gráfico 3). Todavia, estes investimentos não devem ser confundidos com a totalidade dos recursos estatais aplicados em infraestrutura, que são compostos por fundos sob a gestão de outros órgãos e empresas públicas, além do BNDES.

Segundo o último relatório publicado do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), que considera os valores investidos entre 2015 e junho de 2018<sup>8</sup>, o Estado (considerando diferentes instituições da União e as contrapartidas dos outros níveis de governo) desembolsou R\$491 bilhões em infraestrutura econômica e social<sup>9</sup> apenas nesse quadriênio. A partir de um estudo publicado em 2020, realizado pela ABDIB<sup>10</sup>, sobre o desempenho dos recursos públicos e privados no setor, a própria entidade argumenta que a iniciativa privada, sozinha, não dará conta dos investimentos nos próximos anos, e defende o retorno do investimento estatal no setor. Entre as soluções apontadas pela entidade, no entanto, como de costume, encontra-se a diminuição do Estado em outras áreas, propondo o avanço da agenda das reformas neoliberais,

<sup>8</sup> Disponível em: <<http://www.pac.gov.br/pub/up/relatorio/37855886e9418dce3f9baf3128444233.pdf>>. Acesso em 01 de mar. de 2021.

<sup>9</sup> O setor de infraestrutura econômica inclui o segmento logístico (Rodovias, Ferrovias, Portos, Aeroportos, Hidrovias, Defesa, Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações) e energético (Geração de Energia, Transmissão de Energia, Petróleo e Gás), e o de infraestrutura social-urbana contempla os eixos de Habitação, Mobilidade Urbana, Saneamento, Prevenção em Áreas de Risco, Recursos Hídricos, Equipamentos Sociais, Cidades Históricas e Iluminação Pública.

<sup>10</sup> Disponível em: <<https://www.abdib.org.br/livro-azul-da-infraestrutura/>>. Acesso em 01 de mar. de 2021.

por meio da aprovação do projeto de emenda constitucional (PEC) nº 32/2000 atinente à Reforma Administrativa.

Na verdade, o campo de ação efetivo destes ativos tem sido modesto, assim como, os segmentos privilegiados para o financiamento tem estado circunscrito a porções específicas do setor. Morettini (2019), ao analisar as emissões de DIIs entre os anos de 2012 e 2014 identificou que 74,7% estavam voltadas a projetos já em fase operacional e somente 25,3% a projetos em construção. Este direcionamento tem sinalizado para um ainda insuficiente volume de ativos que contemplem em sua emissão para um universo de longo prazo, em 2020 o prazo médio destas emissões era de 10 anos (Brasil 2020), número pouco compatível com o tempo de maturação para o desenvolvimento de projetos de infraestrutura (Oliveira 2019).

Neste sentido, em que pese o cálculo de risco atrelados ao retorno destes ativos, é possível considerar que entre a construção de novas redes de infraestrutura (Greenfield) ou a manutenção de redes e operações já existentes, a exemplo de duplicações, construção de vias marginais, alargamento de vias, construção de acessos, alças e passagens (Brownfield), o segundo campo de ação tem sido aquele privilegiado por estes ativos.

A partir do acesso às informações referentes à 15 emissões de CRIs classificadas no segmento de infraestrutura<sup>11</sup>, observamos que este instrumento desempenha uma função reservada à construção, manutenção e aluguel de empreendimentos imobiliários. O Quadro 1 organiza estas informações destacando as empresas e empreendimentos que originaram as obrigações financeiras que lastrearam as operações efetuadas pelos CRIs.

**Quadro 1.** CRI. Originadores e direcionamento de recursos. 2006 e 2019.

Nº de emissões	Originadores	Tipo de Capital da Emissora/Ano	Edifício	Uso dos Recursos
1	FERROBAN - Ferrovias Bandeirantes S.A.	Fechado	Terminal ferroviário	Locação
3	FERRONORTE S.A. - Ferrovias Norte Brasil	Fechado		Locação
1	FCA - Ferrovia Centro Atlântica S.A.; Salus Empreendimentos e Participações II S.A.	Aberto/N.I.* Aberto/2015		Construção e locação
3	FCA - Ferrovia Centro Atlântica S.A.; VALE - Vale Operações Ferroviárias S.A.	Aberto/N.I. Fechado	Terminal logístico	Construção e locação
1	FCA - Ferrovia Centro Atlântica S.A.	Aberto/N.I.		Financiamento imobiliário
1	ALL - América Latina Logística Malha Norte S.A.	Fechado		Construção e locação
3	PETROBRAS - Petrobras Distribuidora S.A.	Aberto/2017		Construção e locação
1	PETROBRAS – Petróleo Brasileiro S.A.; PETROBRAS NETHERLANDS BV	Aberto/1977 Fechado	Estaleiro naval	Arrendamento
1	VALE - VALE S.A.	Aberto/1970	Complexo portuário	Financiamento imobiliário

\*N.I. = Não Identificado

Fonte: Elaboração própria a partir das informações contidas nos termos de Securitização de cada CRI e da CVM.

No período considerado, as emissões de CRI estiveram fundamentalmente vinculadas a contratos originados aos ramos ferroviário e de petróleo. Como destacado no Quadro 1, os principais emissores destas operações são empresas que possuem capital aberto na bolsa, o que remete a outra face do processo de financeirização da infraestrutura, relativo à

<sup>11</sup> O acesso e análise destas emissões esteve limitado à disponibilidade dos termos de securitização das referidas emissões nas páginas web das empresas securitizadoras, que é condicionado à manutenção e atualização da base de dados pública disponibilizadas por estas empresas. Além disso, dentre os principais impeditivos para um maior acesso a estas informações esteve associado a inexistência de um repositório público, com informações sistematizadas, demandando uma rigorosa análise documental destas emissões.

financeirização das próprias empresas e consórcios que controlam as concessões, que buscam captar recursos na bolsa por meio da venda das suas ações, estas empresas são: as empresas Ferronorte S.A, Vale Operações Ferroviárias e América Latina Logística (ALL), no subsetor ferroviária, e a Petrobras, no subsetor de petróleo. As obrigações firmadas por estes contratos tinham como finalidade a construção ou aluguel de terminais logísticos, terminais ferroviários e estaleiros, que juntos ocupam mais de 60% dos valores totais emitidos no segmento. Neste sentido, o fluxo de pagamentos periódicos direcionados aos investidores derivavam de contratos de financiamento imobiliário, tomados para a construção ou reforma dos empreendimentos mencionados, ou de aluguéis, firmados sob a finalidade de uso de uma determinada estrutura.

Ficam marcadas com estas emissões o emprego particular dos CRI como uma alternativa à captação de recursos destinada à viabilização da construção, reforma ou aluguel de empreendimentos cujo uso está diretamente associado aos centros de operação e distribuição logística já consolidados e em funcionamento.

Outro aspecto relevante é aquele que conecta a emissão destes ativos às estratégias econômicas e espaciais destas empresas. Quando particularizadas pelo investimento em centros logísticos e terminais ferroviários originados por contratos de construção ou locação, ficam marcadas a conexão entre estes ativos e as novas, porém não tão recentes frentes de expansão urbana, conduzidas pela dinâmica do agronegócio nas regiões Centro-Oeste e Norte do país. Em paralelo, quando originadas pela construção ou locação de edifícios voltados à implantação de empreendimentos que demandam uma maior infraestrutura técnica e científica, como são o caso dos laboratórios que lastreiam de parte das emissões originadas pela Petrobrás, em destaque no Quadro 1, estas emissões tendem a reforçar o direcionamento de recursos e investimentos à centros urbanos posicionados na região sudeste do país, como é o caso da construção de laboratórios de pesquisa na cidade do Rio de Janeiro.

As formas pelas quais o processo de financeirização está reforçando a posição das finanças no território, a partir do setor de infraestrutura, amplia e aprofunda o leque de agentes e interações que passam a ser articulados através de tensões espaciais notabilizadas por um movimento dispersão e concentração, ou seja, uma dinâmica definida pela extensão espacial com a qual estes ativos tendem a se difundir, através das estratégias territoriais dos diferentes grupos econômicos que se valem destes instrumentos para seu financiamento, e pela intensidade com que estes fluxos monetários se ancoram territorialmente, demarcando uma estrutura desigual na sua distribuição, traço expresso tanto pelos CRI quanto pelas DIIs.

À exemplos dos CRIs, as DIIs apresentam um escopo também concentrado em dois subsetores: o de energia e o de transporte e logística. Estes setores concentraram entre os anos de 2012 e 2020 mais de 90% das emissões efetuadas de debêntures incentivadas. Este percentual refere-se a uma participação expressiva do setor de energia, que representa 73% das emissões e com 22% o setor de transporte e logística. Os demais setores reunidos somam 5% dos recursos captados por este mecanismo. A análise da distribuição setorial a partir das portarias ministeriais sugere uma concentração um pouco maior naqueles dois setores, com 75% no setor energético e 24% no transporte de logística (Brasil 2020).

Ainda que concentrada em dois grandes setores, as DIIs possuem um escopo de ação distinto àquele verificado com os CRI, abarcando emissões vinculadas à captação de recursos para a manutenção das redes infra estruturais, tais como rodovias, linhas férreas e de transmissão de energia. Se tomarmos exclusivamente as emissões de DIIs lastreadas em



operações do segmento de transporte e logística<sup>12</sup>, para estabelecer alguns paralelos com os subsetores visados pelos CRIs, observamos, entre os anos de 2012 e 2019, um predomínio em volume de emissões direcionadas ao setor rodoviário (29 emissões, somando R\$11 bilhões), seguido do ferroviário (9 emissões, totalizando R\$ 3,4 bilhões), hidroviário (6 emissões, R\$ 1,3 bilhão), aeroviário (9 emissões, R\$ 900 milhões) e outros (6 emissões, R\$1,3 bilhão)<sup>13</sup>.

O Quadro 2 sistematiza estas informações destacando as principais características das empresas originadoras, assim como, segmentando as emissões nos principais ramos aos quais estão destinadas e a capilaridade territorial alcançada por estes ativos. Estas informações, que estão disponíveis para 34 das 59 emissões neste setor, sugerem que as emissões entre 2011 e 2019 relacionam-se com etapas diversas: 12 envolvem ações mais restritas às construções ou reformas, 11 estão ligadas à operação, exploração e manutenção, 6 estão vinculadas à múltiplas fases (envolvendo normalmente três ou mais ações como: projeto, reforma, construção, operação, pagamento de outorga), 5 relacionam-se ao financiamento de projetos técnicos.

Com contratos originados com a finalidade de garantir a manutenção de projetos já desenvolvidos, as emissões de DIIs para o setor de transporte e logística sustentam o indicativo de que o mercado para títulos financeiros lastreados em operações do setor de infraestrutura tendem a circunscrever majoritariamente de menor risco. Deste modo, o cálculo de risco, definido pela probabilidade de interrupção ou redução do fluxo de caixa que garanta o pagamento das DIIs, tem definido sistematicamente uma orientação que privilegia os projetos já em desenvolvimento, situados em porções do território em que a oferta e estruturação destes equipamentos possui maior densidade, como é o caso das concessões rodoviárias, aeroviárias e do setor de mobilidade urbana, localizadas predominantemente no estado de São Paulo, com a finalidade de mitigar os potenciais entraves ao fluxo do pagamento, associados a atrasos na construção e entrega da obra, são comparativamente reduzidos.

A fim de ampliar o arco de operações concebidas com a finalidade de desenvolver projetos em suas fases iniciais o BNDES tem desde o ano de 2013 buscado estimular os projetos de maior risco através de uma contrapartida pública para sua viabilização. Traço particular destas operações (e da concepção de divisão de riscos destes instrumentos) está na partilha dos riscos em caso de inadimplência e consequente execução de garantias. A participação do BNDES no apoio da dívida corporativa não é recente, como explica Morettini (2019). Desde o ano de 2006 o banco apoia títulos privados a partir de sua participação na subscrição destes ativos. Essa postura quando estendida às debêntures incentivadas significou o direcionamento de recursos na subscrição destes ativos quando associadas aos setores de logística e transporte,

---

<sup>12</sup> Não há informações sistematizadas em relação aos subsetores priorizados pelas DIIs efetivamente emitidas, o que exige um trabalho mais minucioso de análise, através do cruzamento de diferentes dados fornecidos pelas Anbima, disponível em:

<https://www.anbima.com.br/pt-br/informar/estatisticas/mercado-de-capitais/projetos-e-emissoes-incentivadas-lei-12-431-consolidado-historico.htm>. Acesso em nov.2020.

<sup>13</sup> Classificação elaborada pela equipe de pesquisa, a partir da combinação entre as informações sobre as portarias autorizativas e os dados sobre as emissões, com base nas informações fornecidas pela Anbima (2019).

mobilidade urbana, energia e saneamento básico. Esses aportes podem atingir até 100% das emissões efetuadas.

**Quadro 2.** DIIs. Originadores e direcionamento de recursos por subsetor da área de transporte e logística. 2011 - 2019

Nº de emissões	Valor emissões	Originadores	Tipo de Capital da Emissora/ Ano abertura
<b>Setor Rodoviário (emissores acima de 1 MI)</b>			
4	R\$ 5.852.514	Autoban - Concess.do Sistema. Anhanguera-Bandeirantes	Aberto/2006
3	R\$ 1.891.514	Rodonorte - Concessionária de Rodovias Integradas	Aberto/2001
4	R\$ 1.467.482	Concessionária Rota das Bandeiras	Aberto/2010
1	R\$ 1.065.000	Concessionária Rodovias do Tietê	Aberto/2012
1	R\$ 1.000.000	Autopista Régis Bittencourt	Aberto/2010
1	R\$ 1.000.000	Entrevias Concessionária de Rodovias	Aberto/2018
<b>Setor Ferroviário (emissores acima de 300 mil)</b>			
3	R\$ 1.730.000	Rumo	Aberto/1998
1	R\$ 500.000	Rumo Malha Norte	Aberto/1995
2	R\$ 550.726	MRS Logística	Aberto/1998
1	R\$ 300.000	Supervia Concessionária de Transporte Ferroviário	Fechado
<b>Setor Hidroviário (emissores acima de 300 mil)</b>			
1	R\$ 447.405	TCP - Terminal de Contêineres de Paranaguá	Aberto/2016
2	R\$ 325.064	Salus Infraestrutura Portuária	Aberto/2015
<b>Setor Aeroviário (todos emissores)</b>			
4	R\$ 525.000	Aeroportos Brasil – Viracopos	Fechado
5	R\$ 375.000	Concessionária do Aeroporto Internacional de Guarulhos	Aberto/2014
<b>Setor de Mobilidade Urbana (único emissor)</b>			
1	R\$ 500.000	Viaquatro - Concessionária da Linha 4 do Metrô de São Paulo	Fechado

Fonte: Elaboração própria a partir da Base de dados da Anbima e da CVM.

Além disso, o número reduzido de empresas que integram estas emissões pode ser explicado pelos processos de oligopolização característicos do setor de concessão de infraestrutura, e pela complexidade e os custos envolvidos na emissão desses títulos financeiros, inacessíveis às empresas de menor porte. Observa-se na emissão destes dois ativos a repetição de grandes grupos de distintas formas. Há a presença de diferentes concessionárias pertencentes a um mesmo grupo, como a Autoban, Rodonorte e a Viaquatro, controladas pelo grupo CCR14. Os grupos ferroviários ALL e Rumo fundiram-se em 2015, formando uma só empresa. A ex-estatal Vale S.A., além de aparecer como emissora está presente como acionista em concessionárias do ramo ferroviário (como da FCA15 e da MRS). O Estado também está presente como acionista de algumas empresas emissoras, a exemplo da própria Vale que conta com o Previ (fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil, instituição financeira estatal) como acionista, da FCA que conta com a participação do FI FGTS e do BNDESPAR, das concessionárias dos Aeroportos de Guarulhos e Viracopos, das quais participam a Infraero e a Invepar (que possui, por sua vez, entre seus acionistas, o Previ, e os fundos de pensão da Petrobrás e Caixa Econômica Federal).

Por fim, há que se considerar os investidores que estes ativos têm atraído. Já foi apontada a segmentação de investidores em dois subgrupos: os investidores nacionais e os investidores internacionais, sendo os primeiros mais frequentes. Diante do pequeno conjunto de informações disponíveis a este respeito, buscamos com a Tabela 1 ampliar o detalhe sobre os principais investidores das DIIs, dividindo-os em três grupos: as Pessoas Físicas, os Investidores Institucionais (tais como fundos e clubes de investimento) e Intermediários e demais participantes ligados à oferta (tais como, do lado dos intermediários: bancos de investimentos, corretores de mercadorias, agentes autônomos de investimentos, administradoras de carteiras).

**Tabela 1.** Debêntures Incentivadas. Distribuição por ano das classes agrupadas de investidores. 2012-2020

Tipo de investidor	Distribuição das ofertas por detentor - volume (R\$)								TOTAL no período
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Pessoas físicas	20,5%	55,0%	48,3%	39,7%	36,1%	18,2%	29,3%	12,1%	<b>29%</b>
Investidores institucionais	51,3%	31,3%	39,5%	36,0%	32,9%	40,0%	35,3%	30,8%	<b>35%</b>
Intermediários e demais participantes ligados à oferta	28,2%	13,7%	12,2%	24,3%	31,1%	41,8%	35,4%	57,1%	<b>36%</b>

Fonte: Elaboração própria a partir da base de dados da Anbima (2021).

<sup>14</sup> O Grupo CCR tem suas ações divididas atualmente entre: Grupo Soares Penido (15,05%), Grupo Mover (14,86%), Grupo Andrade Gutierrez (14,86%) e Novo Mercado (55,23%). Disponível em: <<https://www.grupoccr.com.br/grupo-ccr/estrutura-acionaria>>. Acesso em 30 de mar.2020.

<sup>15</sup> A Vale é acionista da FCA por meio da Vli Multimodal, que controla 100% das suas ações e tem como seus acionistas a Vale, Mitsui, FI-FGTS, o BNDES Participações e a Brookfield. Disponível em: <<https://www.vli-logistica.com.br/conheca-a-vli/quem-somos/>>. Acesso em 30 de mar.2020.

No cômputo entre 2013 e 2020, houve uma participação mais significativa dos grupos de investidores enquadrados entre os Intermediários e demais participantes ligados à oferta, que representaram 36% do conjunto analisado, seguido dos investidores institucionais que participaram com 32% na aquisição destes títulos e de pessoas físicas com cerca de 20%, com uma variação maior da participação do primeiro e último grupo ao longo dos anos na composição dos investimentos.

## Conclusão

Desde a crise estrutural de sobreacumulação dos anos 1970, assistimos à reestruturação dos sistemas de financiamento da infraestrutura, como um dos ajustes que visam abrir novas oportunidades de inversões lucrativas aos capitais excedentes. Apesar das diversas reformas neoliberais pelas quais o Estado brasileiro tem passado, que são parte integrante desse fenômeno global, observamos a convivência entre estruturas de financiamento estatais herdadas do nacional-desenvolvimentismo (que continuam a exercer papel central no financiamento) e os sistemas emergentes mediados pelo mercado de capitais.

Diferentemente das narrativas binárias – iniciativa privada versus Estado – que cercam os discursos sobre a neoliberalização do Estado, na neoliberalização “realmente existente” o setor público continua desempenhando papéis estratégicos, inclusive nos novos instrumentos de financiamento. A trajetória das DIIs e dos CRIs é marcada por hibridismos entre a iniciativa privada e o poder público. Destacamos a atuação onipresente do Estado, cumprindo uma enormidade de papéis na constituição do mercado desses instrumentos, desde o agente coordenador da sua concepção (articulando diversos agentes e instituições por meio da formação de grupos de trabalho no governo federal), passando pelo seu papel como regulador (através da aprovação de sucessivas leis e normativas), até a sua atuação na efetiva implementação: abrindo mão de arrecadação por meio dos incentivos fiscais, agindo enquanto garantidor das DIIs mais arriscadas, e como emissor (por meio da participação acionária em empresas emissoras).

Como discutimos, os CRIs e as DIIs têm cumprido um papel complementar, o primeiro financiando os nós logísticos (plataformas, portos, estaleiros) e o segundo as redes infraestruturais. Apesar do significativo e crescente volume de recursos captados principalmente pelas DIIs, o seu alcance tem mostrado grandes limitações. A análise dos seus prazos de vencimento, indicou que o instrumento ainda está distante de constituir um funding efetivamente de longo prazo para o financiamento da infraestrutura. As DIIs têm revelado ainda uma seletividade setorial e territorial bastante restrita. Atende prioritariamente aos ramos energético e de transporte e logística, reforçando a pauta histórica baseada na energia elétrica e no setor rodoviário, fundamentalmente vinculada a projetos Brownfield, sem ampliação significativa das redes e conexões infraestruturais. A infraestrutura social-urbana está praticamente ausente, e há um reforço dos investimentos em infraestrutura econômica nas regiões onde pré-existe uma maior oferta. Um dos riscos associados ao modelo de financiamento via mercado de capitais, refere-se justamente ao perigo de só alguns territórios, setores e fases da produção e operação de um determinado ativo, produtores de fluxos de rendimentos previsíveis e percebidos pelos agentes financeiros como potencialmente mais rentáveis e menos arriscados, constituírem alvo de financiamento em detrimento de outros.

Estes aspectos assinalam outro papel central do Estado no suporte de crescimento do mercado privado de crédito, financiando a parte mais custosa e arriscada da produção de infraestrutura, por meio da construção de novas redes (Greenfield) que servem a posteriori de base para mercantilização por meio das concessões e PPPs, que, por sua vez, têm lastreado processos variados de financeirização do setor de infraestrutura, como por meio das DIIs e dos CRIs, e através das ofertas primárias de ações na bolsa das empresas responsáveis pelos contratos de concessões e PPPs. Os diversos fluxos de dívidas (custos de construção, operação, pagamentos de outorgas, aluguéis) e rendas (taxas, tarifas) associados a estes projetos possibilitam lastros para estruturar uma série de arranjos financeiros atrelados ao mercado de capitais. Os limites da financeirização, estão, portanto, dados pela própria capacidade do fundo público financiar novas redes infraestruturais.

Um passo futuro de pesquisa passará pela investigação do papel do Estado (por meio do BNDESPAR, FI FGTS, Fundos de Pensão ligados a empresas estatais e outros) como investidor das DIIs, podendo revelar novos vasos comunicantes entre o fundo público e a constituição do funding privado da infraestrutura.

## Bibliografia

- Abreu, Marlon. A. Melazzo, Everaldo. S. e Ferreira, João. V. S. 2020. “Produzindo casas de papel: As engrenagens da securitização de ativos imobiliários residenciais no Brasil”. *Confins*. Paris [Online], 47. 1-16. <https://doi.org/10.4000/confins.33013>
- Andreucci, Diego, Lamarca, Melissa. G., Wedekind; Jonah E. e Swyngedouw, Erik. 2017. “Value Grabbing”: A *Political Ecology of Rent. Capitalism Nature Socialism*, 28 (3), 28-47. <https://doi.org/10.1080/10455752.2016.1278027>
- Belluzzo, Luiz, G. Almeida, Júlio G. 2002. Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- Blyth, Mark. 2013. *Austerity: the history of a dangerous idea*. USA: Oxford University Press.
- Boito Jr., Armando e Berringer, Tatiane. 2013. “Classes sociais, neodesenvolvimentismo e política externa nos governos Lula e Dilma”. In: Dossiês: *Revista de Sociologia e Política*, 2 (47), 31-38. <https://doi.org/10.1590/S0104-44782013000300004>
- Botelho, Adriano. 2007. A cidade como negócio: produção do espaço e acumulação do capital no município de São Paulo. *Cadernos Metrópole*, 18:15-38.
- Braga, José. C. 1997. “Financeirização global. O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo”. Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização, editado por Tavaes, M. da C. e Fiori, J. L. 195 – 242. *Petrópolis: Vozes*.
- Brasil. 2011. Lei nº 12.431, de 24 de Junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2011/lei/l12431.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12431.htm).
- Brasil. 2020. Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas. Ministério da Economia. Dezembro, 85. <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-de-debentures-incentivadas/2020/spe-me-boletim-debentures-lei-12-431-dez-2020.pdf/view>

- Brenner, Neil. 2004. *New State Spaces: Urban Governance and the Rescaling of Statehood*. Oxford: Oxford University Press.
- Carcanholo, Reinaldo, A. e Sabadini, Mauricio. 2009. "Capital Fictício e Lucros Fictícios". *Revista Soc. Bras. Economia Política*, 24, 41-65.
- Carvalho, André. 2013. *Infraestrutura sob uma perspectiva pública: instrumentos para o seu desenvolvimento*. PhD thesis, Universidade de São Paulo.
- Freire, Javier Bonos de infraestructura: ¿la solución al financiamiento de proyectos en Chile? *EURE*, vol. XXV, núm. 74, mayo, 1999, p. 0 Pontificia Universidad Católica de Chile Santiago, Chile
- Furtado, Celso. 1961. *Desenvolvimento e subdesenvolvimento*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura.
- Graham, Steve e Marvin, Simon. 2001. *Splintering Urbanism: networked infrastructures, technological mobilities and the urban condition*. New York: Routledge.
- Harvey, David. 2013. *Os limites do capital*. São Paulo: Boitempo.
- Dardot, Pierre e Laval, Christian. 2016. *A nova razão do mundo: ensaio sobre a sociedade neoliberal*. São Paulo: Editora Boitempo,
- Kornbluth Camblor, David León. The political design of housing and infrastructure financialization process in Chile. *Revista INVI*, Santiago, v. 36, n. 103, p. 54-84, Oct. 2021. Available from <[http://www.scielo.cl/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0718-83582021000300054&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.cl/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0718-83582021000300054&lng=en&nrm=iso)>. access on 18 Mar. 2022. <http://dx.doi.org/10.4067/S0718-83582021000300054>.
- Lorrain, Dominique. 2011. "La main discrète". *Revue française de science politique*, 6 (61), 1097-1122. DOI 10.3917/rfsp.616.1097
- Marx, Karl. 2013 [1979]. *O capital: crítica da economia política*. São Paulo: Editora Boitempo,
- Mendoza, J. E. Financiarización y sector carretero en México. *Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía*, v. 48, n. 189, 27 mar. 2017.
- Morettini, Felipe T. R. 2019. "Financiamento de Longo Prazo e Desenvolvimento: Uma Análise da Regulação das Debêntures de Infraestrutura no Financiamento Nacional entre os anos de 2011 e 2016". PhD thesis, Universidade de Campinas.
- Oliveira, Francisco de. 1998. "Surgimento do Anti-valor, Capital, força de trabalho e fundo público". *CEBRAP*, São Paulo. 22, 8-28.
- Oliveira, Paula. 2019. *Os Entraves Institucionais para uma maior participação do setor privado no financiamento da infraestrutura: o caso das debêntures incentivadas*. PhD thesis, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.
- O'Neil, P. The financialisation of urban infrastructure: a framework of analysis. *Urban Studies*, 2018.
- Paulani, Leda. 2013. "Acumulação sistêmica, poupança externa e rentismo: observações sobre o caso brasileiro". *Estudos Avançados*. 27 (77), 237-261. <https://doi.org/10.1590/S0103-40142013000100018>
- Paulani, Leda. 2016. "Acumulação e rentismo: resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contemporâneo". *Revista de Economia Política* (online), v. 36: 514-535. <https://doi.org/10.1590/0101-31572016v36n03a04>

- Royer, Luciana. 2016. "O FGTS e o mercado de títulos de base imobiliária: relações e tendências". *Cadernos Metrópole*, 18 (35), 33-52. <https://doi.org/10.1590/2236-9996.2016-3502>
- Singer, P. 2018. *O Lulismo em Crise: um quebra-cabeça do período Dilma (2011-2016)*. São Paulo: Companhia das Letras.
- Sunkel, Osvaldo. 1998. "Desarrollo, subdesarrollo, dependencia, marginacion y desigualdades espaciales; hacia un enfoque totalizante". *Investigación Económica*. 31 (121) 23-77.
- UQBAR. 2020. *12º Anuário Certificado de Recebíveis Imobiliário*. São Paulo.
- Vicher, Diana. 2017. Bienestar público o financiarización: contratos, consultorías, asociaciones público privadas y compras públicas. (Colonización del gobierno). *Ola Financiera*, Vol. 10 (No. 28) Septiembre-diciembre 2017.

© Copyright: Laisa Eleonora Marostica Stroher, Marlon Altavini de Abreu, Alexandre Yassu, Jeroen Johannes Klink y Luis Felipe Cunha, 2022.

© Copyright de la edición: Scripta Nova, 2022.

Ficha bibliográfica:

MAROSTICA STROHER, Laisa Eleonora; ALTAVINI DE ABREU, Marlon; YASSU, Alexandre; KLINK, Jeroen Johannes; CUNHA, Luis Felipe. Infraestructuras de papel: novos instrumentos de financeirização do espaço. *Scripta Nova. Revista Electrónica de Geografía y Ciencias Sociales*. Barcelona: Universitat de Barcelona, vol. 26, Núm. 1 (2022), p. 27-49 [ISSN: 1138-9788]

DOI: 10.1344/sn2022.26.35245