

Com crédito restrito, BNDES amplia atuação em infra e deve bater recorde

Diante de mercado de capitais difícil no 1º semestre, setor mais que triplicou as consultas ao banco estatal, que afirma ter ação anticíclica

Por **Liane Thedim** — Do Rio
08/09/2026 05h00 · Atualizado há um dia

Em meio à seca de recursos para infraestrutura no mercado de capitais, o BNDES ampliou fortemente sua presença no setor em 2026 e pode encerrar o ano com o maior volume de aprovações desde 2014. No primeiro semestre, mais que triplicou o volume de consultas, primeiro passo do processo de contratação de financiamentos no banco.

Embora a conjuntura do mercado tenha favorecido essa expansão, o crescimento do BNDES era um objetivo do governo Lula, depois da mudança de perfil pela qual a instituição passou ao longo da última década.

Segundo a diretora de infraestrutura, transição energética e mudança climática do BNDES, Luciana Costa, o BNDES tem papel anticíclico. A atuação da instituição, no entanto, vem sendo alvo de críticas entre grandes bancos privados que coordenam emissões de debêntures incentivadas, por, na visão deles, estar com atuação pesada em operações que encontrariam solução de mercado.

Costa diz que pretende aprovar entre R\$ 40 bilhões e R\$ 50 bilhões em infraestrutura e energia daqui até o fim do ano. Como no primeiro semestre foram R\$ 46 bilhões, 2026 pode encerrar com um volume de aprovações acima de R\$ 95 bilhões, o que, se confirmado, será o maior patamar desde 2014, em valores corrigidos pela inflação, com base na série histórica disponível no Portal de Dados Abertos do BNDES, iniciada em 1995. A executiva compara o momento atual a 2023, quando o mercado de crédito foi sacudido pela crise de **Americanas e Light** e ficou travado.

“Foi assim lá atrás e, neste ano, a gente está prestando muita atenção para não deixar acontecer”, diz. “Em momento de crise de mercado, a gente pode entrar ancorando algumas operações que eventualmente têm menos liquidez. Quando aumenta, a gente se retira.”

O volume de consultas do setor ao BNDES cresceu 158% no primeiro semestre frente ao mesmo período de 2025, para o equivalente a R\$ 124,8 bilhões, e já supera o total do ano passado (R\$ 91,4 bilhões), conforme dados do banco. Já o segundo passo, as aprovações destinadas ao setor, saltaram no período 91%, muito acima do total de 52% da instituição como um todo no primeiro semestre. No geral, o BNDES informou aumento nas consultas de 72%, para o equivalente a R\$ 238 bilhões.

Para se ter uma ideia, no primeiro semestre de 2025, em pleno “boom” do mercado de crédito privado e com os spreads das debêntures incentivadas em mínimas históricas, as aprovações para o setor caíram 4%, enquanto as da indústria subiram 35%. Em 2026, o aumento do setor industrial foi menor: 24%. De acordo com Costa, com a “janela mais fechada de mercado, o fato de o BNDES existir faz com que feche menos”. “Há muitas operações que certamente sem o banco não aconteceriam.”

O problema é o BNDES entrar com análise de risco e juros mais baixos do que os da iniciativa privada, porque vai gerar uma distorção”

— Alexandre Chaia

Outro termômetro da busca maior é a diferença entre os números no primeiro semestre de 2025 e os de 2026. No ano passado, as aprovações caíram 8%. Nos desembolsos para o setor, a distância também foi significativa: alta de 37% no total e de 55% em infraestrutura neste ano.

“A gente está vivendo um superciclo de investimento em infra. O crédito privado diminuiu um pouco e a gente cresceu um pouquinho mais. Mas, quando a gente olha no médio e longo prazo, o nosso investimento e o do mercado privado crescem juntos”, diz Costa.

No entanto, executivos de bancos líderes em coordenação de emissões dizem, em condição de anonimato, que a estatal tem entrado com mais força que o esperado e com condições mais suaves - embora reconheçam que a atuação da instituição teve grande evolução nos últimos anos frente à atuação histórica. “Está difícil concorrer, e ouço isso dos meus pares em outros bancos”, afirma um deles.

Dois executivos ouvidos pelo **Valor** citam duas operações recentes que encontrariam demanda no mercado privado, mas acabaram sendo quase inteiramente resolvidas pelo BNDES. Uma delas foi a anunciada em dezembro de 2025 para 11 aeroportos, incluindo Congonhas (Aena), num total de R\$ 5,7 bilhões, dos quais R\$ 4,64 bilhões tiveram apoio da instituição: o banco subscreveu R\$ 4,24 bilhões em debêntures e concedeu R\$ 400 milhões via Finem, no qual o BNDES empresta diretamente os recursos à empresa ou ao projeto. A oferta de debêntures somou R\$ 5,3 bilhões e foi coordenada por BNDES e **Santander**, que já participava da estruturação desde o início. Havia, afirmam as fontes, ofertas de participação de ao menos outros dois grandes nomes - **Itaú** e **Bradesco** - que ficaram de fora.

Odilon Costa, responsável pela área de pesquisa do banco **ABC Brasil**, afirma que essa estrutura que une debêntures incentivadas ao Finem tem sido usada para reduzir o custo ao tomador e foi apelidada pelo mercado de “finênture”. O BNDES também tem usado modelos exóticos de emissão de títulos incentivados em várias séries, que vão sendo lançados à medida que o projeto precisa dos recursos, com participação do mercado. “Os investidores aceitam a tese porque é um contrato em que, sendo atingidos os objetivos, os ‘triggers’ [gatilhos] do projeto, você tem a garantia de que o BNDES vai completar o cheque. Porque o risco aqui é você entrar num projeto e faltar recursos para terminá-lo.”

Outra operação citada por executivos de bancos que poderia ter solução de mercado, mas acabou saindo pelo BNDES, foi em julho de 2024. O banco aprovou R\$ 10,75 bilhões para a concessionária da Via Dutra e da Rio-Santos, dos quais R\$ 9,41 bilhões por meio da subscrição de debêntures incentivadas e R\$ 1,34 bilhão via Finem, em um plano de investimentos de R\$ 15,5 bilhões. A operação com debêntures foi dividida em oito séries, previstas entre 2024 e 2030.

“Não precisava, nesse caso os privados poderiam ter entrado com ao menos R\$ 2 bilhões. O BNDES nos diz: ‘Eu vou complementar o que o mercado não tiver’, mas não é o que acontece”, diz uma das fontes.

Segundo o interlocutor, há várias outras emissões que não conseguem demanda e deveriam estar no foco do banco estatal, porque há menos dinheiro disponível hoje para crédito privado e quem está conseguindo captar são empresas tipo A.

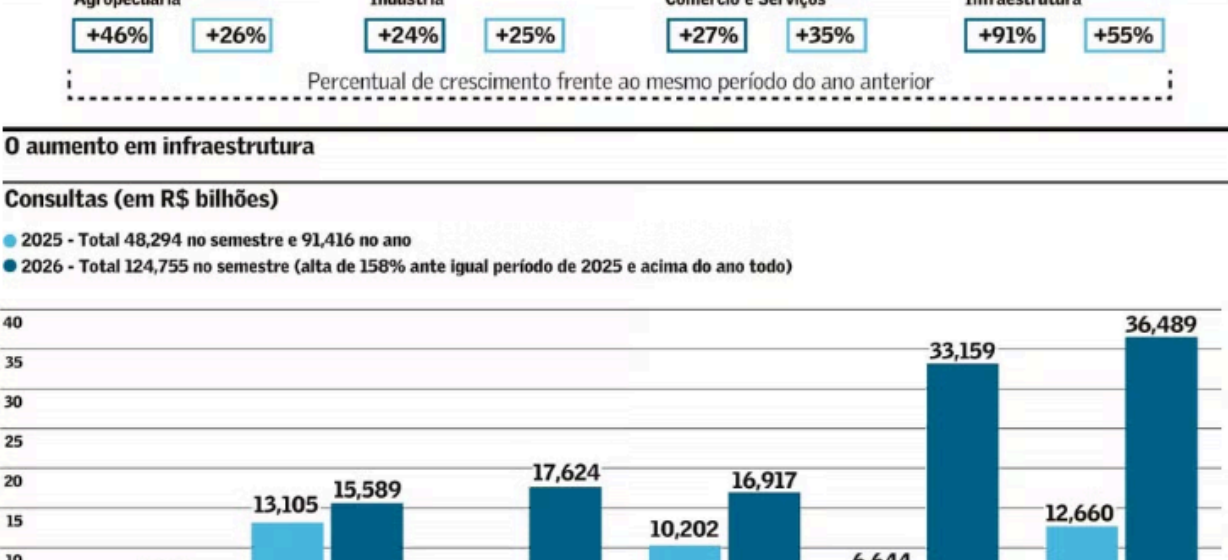
Na semana passada, o presidente do BNDES, Aloizio Mercadante, reafirmou em evento em São Paulo a meta do banco de atingir 2% do PIB em financiamentos. Atualmente, a fatia está em 1,4%.

“Em 2025, não precisava e eles estavam atuantes, por exemplo. Mas realmente acho que em 2026 precisa mais do BNDES do que em 2025”, reconhece um dos executivos que pediram para não serem identificados.

Fontes de mercado afirmam ainda que o banco vem tentando repassar carteiras mais antigas no mercado secundário para liberar sua base tributária para atuar em novas debêntures incentivadas.

O crescimento do BNDES

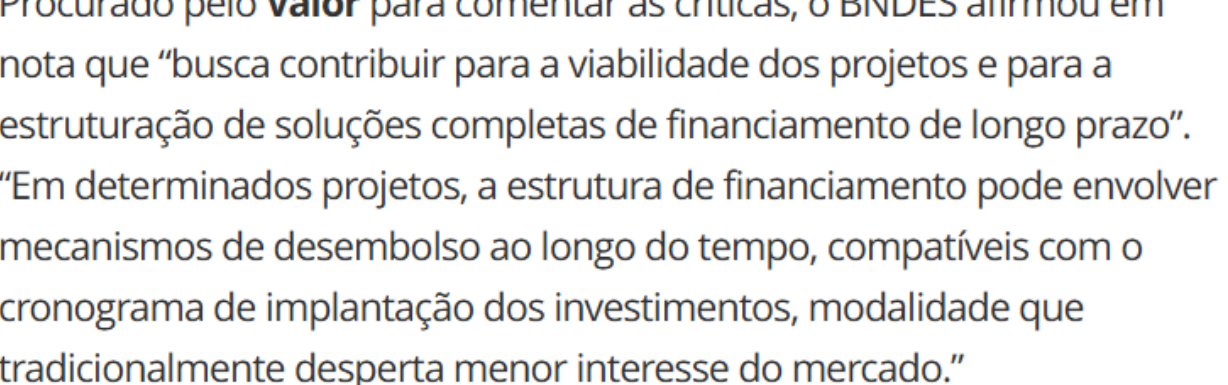
Infraestrutura se destaca nos resultados do primeiro semestre



0 aumento em infraestrutura

Consultas (em R\$ bilhões)

■ 2025 - Total 48,294 no semestre e 91,416 no ano
■ 2026 - Total 124,755 no semestre (alta de 158% ante igual período do 2025 e acima do ano todo)



Fonte: BNDES

Alta de **55%** frente ao mesmo período do ano passado

Procurado pelo **Valor** para comentar as críticas, o BNDES afirmou em nota que “busca contribuir para a viabilidade dos projetos e para a estruturação de soluções completas de financiamento de longo prazo”. “Em determinados projetos, a estrutura de financiamento pode envolver mecanismos de desembolso ao longo do tempo, compatíveis com o cronograma de implantação dos investimentos, modalidade que tradicionalmente desperta menor interesse do mercado.”

Segundo a instituição, na operação da Dutra, “não havia disponibilidade de recursos de mercado nos prazos e condições que o projeto requeria” e o BNDES inovou na modalidade de financiamento por meio do “project finance non-recourse”, estrutura em que a dívida é paga essencialmente pelo próprio projeto, e o financiador não tem recurso contra os acionistas/patrocinadores do empreendimento caso o projeto não gere caixa suficiente.

Já na operação dos aeroportos, o banco disse que usou “mecanismos de realavancagem que até então eram inéditos no mercado, e o Santander se dispôs a correr o risco da emissão nesse formato em conjunto com o BNDES, ficando responsável pela coordenação de R\$ 1,1 bilhão da operação total”.

“O mercado de debêntures incentivadas registrou crescimento, passando de cerca de R\$ 64 bilhões em emissões em 2023 para R\$ 135 bilhões em 2024 e R\$ 177 bilhões em 2025, atingindo níveis recordes. Em todos esses anos, a participação do BNDES não superou 21%. Portanto, não é correto afirmar que há substituição entre a atuação do BNDES e a do mercado de capitais. Ao contrário, o crescimento dos desembolsos do banco ocorreu em paralelo à expansão das emissões privadas”, disse o BNDES na nota.

O banco confirmou a busca por venda de carteiras e afirmou que a venda de debêntures no mercado secundário “é um instrumento importante” para a sua gestão, “permitindo que o banco recicle seu balanço, conforme necessário.”

A tensão no mercado de crédito privado começou neste ano depois dos pedidos de recuperação judicial extrajudicial de **Raízen** e **GPA**, dona da rede Pão de Açúcar, e do conflito no Oriente Médio, que levaram a uma significativa correção nos spreads, principalmente nos fundos de infraestrutura, e a um freio na captação. Até julho, os fundos de infraestrutura amargavam uma sequência de quatro meses de resgates líquidos - em agosto voltaram a atrair recursos, segundo levantamento do ABC Brasil. No acumulado do ano, o saldo é negativo em R\$ 11,2 bilhões. No mercado primário, entre janeiro e julho, as ofertas de debêntures incentivadas totalizaram R\$ 71,9 bilhões, ante R\$ 88,8 bilhões no mesmo período de 2025, sua queda de 19,1%, segundo a Anbima.

No geral, considerando outras fontes, o crédito direcionado - aquele destinado a finalidades específicas e concedido segundo regras definidas pelo governo, muitas vezes com recursos ou condições próprias, como os financiamentos do BNDES - tem crescido mais. Dados do Banco Central mostram que as concessões no segmento cresceram 7,3% de janeiro a julho. Segundo cálculos do Centro de Estudos do Financiamento das Empresas Brasileiras (Cefeb), da Fipe, porém, o total do BNDES cresceu menos: 2,6% no ano.

Economistas divergem sobre a atuação do BNDES. Para Alexandre Jorge Chaia, professor do Insper, o banco é importante como provedor, mas deveria repensar se a taxa que pratica inviabiliza o mercado privado de longo prazo. “O problema é o BNDES entrar com análise de risco e juros mais baixos do que os da iniciativa privada, porque vai gerar uma distorção e quem vai pagar a diferença em caso de problemas é o Tesouro Nacional, para uma operação que nesse momento parece ter risco alto”, avalia.

Já Sílvio Campos Neto, sócio da consultoria Tendências, vê pontos negativos no crescimento do crédito direcionado, por ter juros mais baixos e reduzir a potência da política monetária, mas entende que o financiamento à infraestrutura é uma exceção. “São investimentos de longo prazo, necessários ao país, de projetos já aprovados, concessões já feitas, e nisso o BNDES tem trabalhado bem. Há uma necessidade grande de capital nesse setor, que oferece retorno de longo prazo. É o papel do banco fomentar essas atividades quando o setor privado não consegue mobilizar capital suficiente para investimentos pesados.”

Costa, do BNDES, explica que, enquanto a dívida de longo prazo está sendo estruturada na instituição - o que a longo prazo ela pode demorar até mais de um ano -, o projeto usa um empréstimo-ponte, que é mais caro. Se um demora para sair, portanto, não é saudável para o projeto esperar. “O Brasil tem tanta infraestrutura para construir, que se formos depender somente do balanço das grandes corporações, não vamos conseguir construir. Então a gente inova nos instrumentos de financiamento.”

Ela cita como exemplo o “project finance non-recourse”, que agora vira regra sempre que possível. Além disso, fecha operações em conjunto com mercado de capitais e bancos privados, afirma. Segundo Costa, sua diretoria é a que aprova mais operações diretas no BNDES. Ela diz que o banco precisa e quer induzir o crescimento do mercado de capitais, mas frisa que tem um capital “muito mais paciente.”

“A gente tem linhas agora de 40 anos para ferrovia, por exemplo. Porém, nosso balanço não é infinito. O BNDES não é um banco privado listado que tem que prestar conta para o acionista. O nosso shareholder [acionista] é o país.” Segundo a diretora, o setor de infraestrutura e energia é caracterizado por grande parte das aprovações acontecerem no segundo semestre. “O nosso ‘pipeline’ está mais aquecido do que no ano passado, e no segundo semestre vai ter mais aprovação do que no ano passado também.”