

FELIPE TADEU RIBEIRO MORETTINI

**FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO E
DESENVOLVIMENTO: UMA ANÁLISE DA REGULAÇÃO
DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA NO
FINANCIAMENTO NACIONAL ENTRE OS ANOS DE 2011
E 2016**

Tese de Doutorado

Orientador: Prof. Doutor Luís Fernando Massonetto

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO**

São Paulo - SP

2019

FELIPE TADEU RIBEIRO MORETTINI

**FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO E
DESENVOLVIMENTO: UMA ANÁLISE DA REGULAÇÃO
DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA NO
FINANCIAMENTO NACIONAL ENTRE OS ANOS DE 2011
E 2016**

“versão corrigida”

Tese apresentada à Banca Examinadora de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração de Direito Econômico, Financeiro e Tributário, sob orientação do Prof. Doutor Luís Fernando Massonetto

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2019

Catálogo na Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Morettini, Felipe Tadeu Ribeiro.

Financiamento de longo prazo e desenvolvimento: uma análise da regulação das debêntures de infraestrutura no financiamento nacional entre os anos de 2011 e 2016 / Felipe Tadeu Ribeiro Morettini. – São Paulo : F. T. R. Morettini, 2019. 211 f.: fig.

Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da USP, 2019.

Orientador: Professor Doutor Luís Fernando Massonetto.

Notas de rodapé.

AGRADECIMENTOS

Durante o período de pesquisa e elaboração desta tese, pude confirmar que, mais importante do que o seu resultado, é o processo do qual ele decorre: o fator essencial na busca do autoconhecimento e na constituição de conhecimento social. Isto, porque tal processo é composto essencialmente por seres humanos, seja o pesquisador ou as pessoas ao seu redor. Desta forma, pelo apoio em momentos de questionamentos, de dificuldades diárias ou pela transferência de experiências adquiridas ao longo da vida, são a estas pessoas que peço licença para realizar meus agradecimentos.

Agradeço primeiramente aos meus pais, David e Maria, por todo amor e incentivo que me deram durante minha vida, incondicionalmente, e que me permitiram trilhar sempre o caminho mais correto, sonhando em alçar voos cada vez mais altos.

Meu agradecimento especial ao Professor Luís Fernando Massonetto pela confiança em mim depositada e pelo exemplo de compromisso não apenas com o Direito, mas com todas as questões ligadas às humanidades em geral.

Por fim, aos amigos Natália Jodas, Rafael de Souza Borelli, Camyl Ourives Cruz, Danilo Bittar, Denis Cortiz da Silva e Jefferson Rodrigo do Nascimento, gostaria de agradecer por me ajudarem a persistir e a lutar em meio aos piores momentos. Sem esse apoio, com certeza, minha vida enfrentaria percalços talvez intransponíveis.

RESUMO

O financiamento da infraestrutura é pressuposto para o desenvolvimento nacional. Entretanto, o seu incentivo encerra dificuldades, especialmente devido à complexidade dos projetos de longo prazo e à posição periférica que o Estado brasileiro ocupa no sistema mundial. Isto leva à imprescindibilidade da elaboração de um planejamento que envolva a atividade financeira estatal na regulação do crédito e na formação de um *funding* para o financiamento da infraestrutura, o que, por sua vez, demanda a criação de instrumentos jurídicos capazes de mobilizar o capital público e privado para tanto. Dentro deste contexto e com esta finalidade, a Lei Federal nº 12.431/2011 criou as chamadas debêntures de infraestrutura. A partir de uma perspectiva do Direito econômico aplicado, que conjugue uma visão macrojurídica e uma microjurídica, esta tese buscou averiguar a efetividade de tais instrumentos na formação de um *funding* para o financiamento da infraestrutura nacional entre os anos de 2011 e 2016. O trabalho se divide, basicamente, em duas partes. A primeira trata da questão do desenvolvimento e infraestrutura, buscando elucidar a relevância da atividade financeira estatal, a qual inclui a regulação do crédito, no financiamento de longo prazo brasileiro. A segunda realiza a avaliação da debênture de infraestrutura como instrumento complementar de formação de *funding* para o financiamento de longo prazo da infraestrutura nacional entre os anos de 2011 e 2016. A partir da análise obtida por este método, verifica-se que o Estado brasileiro, mesmo inserido periféricamente no sistema capitalista financeiro hierarquizado, mediante sua atividade financeira e planejamento, conseguiu construir um arranjo jurídico parcialmente efetivo para o financiamento de longo prazo com recursos privados entre os anos de 2011 e 2016 por meio da criação das debêntures de infraestrutura inseridas pela Lei Federal nº 12.431/2011, sem, contudo conseguir mudar a dinâmica histórica de financiamento público da infraestrutura.

Palavras-chave: Desenvolvimento. Infraestrutura. Financiamento. Crédito. Debênture de infraestrutura.

ABSTRACT

Infrastructure funding is assumed for national development. However, its corresponding inducement raises many difficulties, especially because of how complex long-term projects are and also due to the outlying position of the Brazilian State in the global system. Such scenario makes it crucial to elaborate a planning system that could engage government financial activities in both credit regulation and creation of a funding dedicated to infrastructure, which therefore requires that appropriate legal instruments be created in order to mobilize public and private capital for such. Within such context and aiming at meeting the aforementioned goals, Federal Act No. 12431/2011 created the so-called infrastructure debentures. From an Applied Economics Law perspective, bringing together both macro-legal and micro-legal points of view, this thesis tries to investigate the effectiveness of such instruments in the configuration of a funding for financing national infrastructure between 2011 and 2016. This thesis is comprised of two different parts. The first part approaches the development and infrastructure matters, as well, aiming at clarifying the relevance of the government financial activities, including credit regulation, in the scope of Brazilian long-term funding. The second part of this thesis assesses the infrastructure debenture as an ancillary instrument in funding formation for the national infrastructure long-term funding between 2011 and 2016. Such assessment shows that the Brazilian State, despite occupying an outlying position in the hierarchical financial capitalist system, by means of its planning and financial activities, has managed to build a partially effective legal arrangement for long-term funding with private resources between 2011 and 2016 thanks to the creation of the infrastructure debentures brought by Federal Act No. 12431/2011, without being able to change the long-lasting dynamics of its government funding of infrastructure nevertheless.

Keywords: Development. Infrastructure. Financing. Credit. Infrastructure debenture.

RÉSUMÉ

Le financement des infrastructures est une condition préalable au développement national. Cependant, leur motivation présente des difficultés, notamment en raison de la complexité des projets à long terme et de la position périphérique que l'État brésilien occupe dans le système mondial. Cela conduit au caractère indispensable d'une planification qui implique une activité financière de l'État dans la réglementation du crédit et dans la formation de fonds pour le financement d'infrastructures, et privé pour les deux. Dans ce contexte et à cette fin, la Loi Fédérale n ° 12 431/2011 a créé les débentures d'infrastructure. Dans une perspective de droit économique appliqué, qui combine une vision macrojuridique et microjuridique, cette thèse cherchait à déterminer l'efficacité de tels instruments dans la formation d'un financement pour le financement de l'infrastructure nationale entre 2011 et 2016. Le travail est essentiellement divisé en deux parties. Le premier traite de la question du développement et des infrastructures, cherchant à élucider la pertinence de l'activité financière de l'État, qui comprend la réglementation du crédit, dans le financement à long terme du Brésil. La seconde réalise l'évaluation de la débenture d'infrastructure en tant qu'instrument complémentaire du financement de la formation pour le financement à long terme de l'infrastructure nationale entre 2011 et 2016. L'analyse obtenue par cette méthode permet de vérifier que L'État brésilien, bien qu'inséré de manière périphérique dans le système capitaliste financier hiérarchisé, a réussi, grâce à son activité et à sa planification financières, à mettre en place un dispositif juridique partiellement efficace pour le financement à long terme avec des ressources privées entre 2011 et 2016, grâce à la création des obligations de infrastructures insérées par la Loi fédérale 12 431/2011, sans toutefois pouvoir changer la dynamique historique du financement public des infrastructures.

Mots-clés: Développement. L'infrastructure. Financement. Crédit. Débenture d'infrastructure.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

GRÁFICO 1 - Total de Ofertas (R\$ Milhões)	127
GRÁFICO 2 - Emissões domésticas - Volume (R\$ bilhões)	128
GRÁFICO 3 - Ofertas por Instrumento (% Volume)	129
GRÁFICO 4 - Evolução do mercado de debêntures em volume (R\$ Bilhões) _____	133
GRÁFICO 5 - Volume de debêntures emitidas	133
GRÁFICO 6 - Debêntures da Lei Federal nº 12.431/11 por ano (R\$ Bilhões) _____	134
GRÁFICO 7 - Perfil dos Prazos (% por particip.)	139
GRÁFICO 8 - Prazos de vencimento por setor (Frequência em anos)	139
GRÁFICO 9 - Distribuição por tipo de investidor - ICVM 400 ou ICVM 476	140
GRÁFICO 10 - <i>Spread</i> primário por ano	142
GRÁFICO 11 - <i>Spread</i> médio sobre NTN-B	142
GRÁFICO 12 – Volume de investimento BNDES em infraestrutura (R\$ Bilhões)	145
GRÁFICO 13 - Evolução das Fontes de Recursos Projetos Infraestrutura no Brasil	146

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Investimento real - formação bruta de capital fixo (unidade: % a.a.)	126
TABELA 2 - Destinação de recursos (volume %)	136
TABELA 3 - <i>Timing</i> de emissão em relação à finalização das obras – Setor de energia elétrica	137
TABELA 4 - Garantia das debêntures (volume %)	138

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

II PND	- II Plano Nacional de Desenvolvimento
ADCT	- Ato das Disposições Constitucionais Transitórias
ANBIMA	- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BNDES	- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPAR	- BNDES Participações
CEPAL	- Comissão Econômica Para a América Latina e Caribe
CDB	- Certificado de Depósito Bancário
CDI	- Certificado de Depósito Interbancário
CF	- Constituição Federal
CMN	- Conselho Monetário Nacional
CPC	- Código de Processo Civil
CRI	- Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
DI	- Depósito Interbancário
DIRPF	- Declaração de Imposto de Renda Pessoa Física
EFCPC's	- Entidades Fechadas de Previdência Complementar
EM	- Exposição de motivos
ENBK	- Estado Nacional de Bem-Estar Keynesiano
ETS	- Estado de modo de trabalho Schumpeteriano
FAT	- Fundo de Amparo ao Trabalhador
FGTS	- Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FIDC	- Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FIP's	- Fundos de Investimento em Participações
IBEF-SP	- Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças em São Paulo
ICVM	- Instrução CVM
ICSD	- Índice de Cobertura do Serviço da Dívida
IOF	- Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros
IPCA	- Índice de Preços ao Consumidor
IPEA	- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IR	- Imposto de Renda

LCI	- Letra de Crédito Imobiliário
MME	- Ministério de Minas e Energia
MT	- Ministério dos Transportes
MP	- Medida Provisória
NEI	- Nova Economia Institucional
NTN-B	- Notas do Tesouro Nacional série B
PD&I	- Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação
PIS-PASEP	- Programa de Integração Social - Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
PIB	- Produto Interno Bruto
PPI	- Programa de Parcerias de Investimentos
RPPS	- Regimes Próprios de Previdência Complementar
SAC	- Sistema de Amortização de Crédito
SDM	- Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
Selic	- Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SPE	- Sociedade de Propósito Específico
STJ	- Superior Tribunal de Justiça
TJLP	- Taxas de Juros de Longo Prazo

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	16
PARTE 1 DESENVOLVIMENTO, INFRAESTRUTURA, ATIVIDADE FINANCEIRA DO ESTADO E O CRÉDITO NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NACIONAL	
1 INTRODUÇÃO	21
2 A QUESTÃO DO DESENVOLVIMENTO E INFRAESTRUTURA NO ESTADO ESTADO BRASILEIRO E O ORDENAMENTO JURÍDICO NACIONAL	23
2.1 POSIÇÃO PERIFÉRICA DO ESTADO BRASILEIRO NO SISTEMA	23
2.2 DELIMITAÇÃO DA ABORDAGEM DA RELAÇÃO ENTRE ESTADO BRASILEIRO, DESENVOLVIMENTO E SUBDESENVOLVIMENTO	27
2.3 INFRAESTRUTURA E CRÉDITO NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO BRASILEIRO	34
2.4 DIREITO ECONÔMICO E DIREITO FINANCEIRO COMO INSTRUMENTOS DE POLÍTICA ECONÔMICA VOLTADA AO SUBDESENVOLVIMENTO: ABORDAGENS MACROJURÍDICA E MICROJURÍDICA	38
3 ATIVIDADE FINANCEIRA DO ESTADO E O CRÉDITO NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO BRASILEIRO	42
3.1 ATUAÇÃO DO ESTADO E IMPORTÂNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO	42
3.2 ATIVIDADE FINANCEIRA DO ESTADO E FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA	50
3.3 INSTITUIÇÕES ENVOLVIDAS NO PROCESSO DE FINANCIAMENTO	53
3.3.1 INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA INSTITUCIONAL BRASILEIRA NA FORMAÇÃO DOS ARRANJOS JURÍDICOS PARA A ATUAÇÃO DO ESTADO	58
4 ASPECTOS DA ATIVIDADE FINANCEIRA NACIONAL QUANTO ÀS POLÍTICAS PÚBLICAS VOLTADAS AO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO DA INFRAESTRUTURA	60
4.1 TIPOS E FONTES DE RECURSOS PARA FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	60
4.2 O BNDES COMO INSTRUMENTO HISTÓRICO DE POLÍTICA ECONÔMICA E FINANCIADOR DO DESENVOLVIMENTO	65
4.3 ALGUMAS DIFICULDADES ENFRENTADAS PARA O FINANCIAMENTO DE INFRAESTRUTURA	67
4.3.1 POUPANÇA OU FORMAÇÃO DE <i>FUNDING</i> COMO CONDIÇÃO DO FINANCIAMENTO?	71

4.3.2 QUESTÕES ACERCA DA CAPITALIZAÇÃO DAS EMPRESAS	72
5 CRÉDITO COMO VETOR ESSENCIAL DA ATIVIDADE FINANCEIRA DO DO ESTADO PARA O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO DA INFRAESTRUTURA NACIONAL	74
5.1 ATIVIDADE FINANCEIRA DO ESTADO E O CRÉDITO	74
5.1.1 PERSPECTIVAS OBJETIVA E SUBJETIVA DA ATIVIDADE ESTATAL EM RELAÇÃO AO CRÉDITO	76
5.2 ESTADO BRASILEIRO, DIREITO E O SISTEMA DE CRÉDITO NACIONAL ____	79
5.2.1 CRÉDITO COMO INFRAESTRUTURA DA ATIVIDADE ECONÔMICA	82
5.2.2 CRÉDITO LIVRE, CRÉDITO DIRECIONADO, NEGÓCIO DE CRÉDITO E NEGÓCIO À CRÉDITO	83
5.3 INOVAÇÕES FINANCEIRAS PARA FORMAÇÃO DE <i>FUNDING</i> E O MERCADO DE	85
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	89
PARTE 2 A DEBÊNTURE DE INFRAESTRUTURA COMO INSTRUMENTO COMPLEMENTAR NA FORMAÇÃO DE <i>FUNDING</i> PARA O FINANCIAMENTO NACIONAL ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016	
1 INTRODUÇÃO	92
2 INCENTIVO AO FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA POR MEIO DO MERCADO DE DEBÊNTURES E A LEI FEDERAL Nº 12.431/2011	94
3 APONTAMENTOS ACERCA DE ALGUNS OBSTÁCULOS PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL	97
4 ASPECTOS JURÍDICOS DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA	100
4.1 A IMPORTÂNCIA DA LEI FEDERAL Nº 12.431/2011 PARA A CONSTRUÇÃO DE UM CORPO DOUTRINÁRIO SOBRE TÍTULOS DE DÍVIDA PRIVADA	100
4.2 NATUREZA JURÍDICA DA DEBÊNTURE	101
4.3 SUJEITOS DA DEBÊNTURE E PRINCIPAIS PARTES ENVOLVIDAS NO MERCADO DE DEBÊNTURES	105
4.4 ESPÉCIES DE DEBÊNTURES	106
4.4.1 DEBÊNTURES DE INVESTIMENTO E DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA	107
5 O ESCOPO DA LEI FEDERAL Nº 12.431/2011 E AS ALTERAÇÕES POR ELA INTRODUZIDAS	111
5.1 REGIMES DE AMORTIZAÇÃO E RESGATE PARCIAL DAS	113
5.2 FLEXIBILIZAÇÃO DA RECOMPRA	115

5.3 NOVAS COMPETÊNCIAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DAS SOCIEDADES EMISSORAS	116
5.4 EMISSÕES CONCOMITANTES DE DEBÊNTURES	118
5.5 EMISSÕES LIMITADAS AO CAPITAL SOCIAL	118
5.6 CONTRATAÇÃO DE UM MESMO AGENTE FIDUCIÁRIO PARA DISTINTAS EMISSÕES DE UMA MESMA COMPANHIA	119
5.7 O PLANO REAL E A DISTORÇÃO NA PERIODICIDADE DE CORREÇÃO MONETÁRIA DAS DEBÊNTURES	120
6 OFERTAS DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA REALIZADAS COM ESFORÇOS AMPLOS OU RESTRITOS DE DISTRIBUIÇÃO	120
7 EXISTÊNCIA DE RIQUEZAS PESSOAL E CORPORATIVA COMO FONTES DO <i>FUNDING</i> PARA O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	122
8 O MERCADO DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA APÓS A EDIÇÃO DA LEI FEDERAL Nº 12.431/2011	124
8.1 BREVE DESCRIÇÃO DO CONTEXTO MACROECONÔMICO NO QUAL SURGEM E OPERAM AS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA	124
8.2 O MERCADO DOMÉSTICO DE DEBÊNTURES E AS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA	127
8.3 PROJETOS DE INTERESSES DO GOVERNO FEDERAL LIGADOS À EMISSÃO DE DEBÊNTURES APROVADOS ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016 POR SETORES	130
8.4 EMPRESAS EMISSORAS DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016	132
8.4.1 EMISSÕES DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016	135
8.5 DESTINAÇÃO DOS RECURSOS, FASES DOS PROJETOS E GARANTIAS	136
8.6 PRAZOS DE VENCIMENTO DAS DEBÊNTURES EMITIDAS ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016	138
8.7 INVESTIDORES E DEMANDA PELAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016	140
8.8 REMUNERAÇÃO E <i>SPREAD</i> SOBRE TÍTULOS PÚBLICOS	141
8.9 INICIATIVAS DO BNDES PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA	142
8.10 PARTICIPAÇÃO DO BNDE NO FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA	144
9 AVALIAÇÃO DA DEBÊNTURE DE INFRAESTRUTURA COMO INSTRUMENTO COMPLEMENTAR DE FORMAÇÃO DE <i>FUNDING</i> PARA O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO DA INFRAESTRUTURA NACIONAL ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016	147

9.1 FORMA JURÍDICA DO <i>FUNDING</i> PARA O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO DA INFRAESTRUTURA NACIONAL POR MEIO DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA	147
9.2 ANÁLISE DAS EMISSÕES DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA REALIZADAS ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016	149
9.2.1 DESTINAÇÃO DOS RECURSOS, FASE DOS PROJETOS E GARANTIA	150
9.2.2 PRAZO DE VENCIMENTO E DURAÇÃO	151
9.2.3 EMPRESAS EMISSORAS: OFERTA	152
9.2.3.1 <i>Acionistas e controladores das principais empresas emissoras</i>	153
9.2.4 INVESTIDORES: COMO FORAM DISTRIBUÍDAS AS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA?	155
9.2.5 REMUNERAÇÃO E <i>SPREAD</i>	158
9.3 FATORES EXTRÍNSECOS E INTRÍNSECOS DE EFICÁCIA DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA	159
9.3.1 FATORES EXTRÍNSECOS	159
9.3.2 FATORES INTRÍNSECOS	162
9.4 ATUAÇÃO DO BNDES E DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016	165
9.5 CAPITAL ESTRANGEIRO E DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA	166
9.6 DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA E DEBÊNTURES SIMPLES	168
9.7 PROJETOS AUTORIZADOS E A DISTRIBUIÇÃO SETORIAL DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA DENTRO DE UMA POLÍTICA ECONÔMICA VOLTADA AO SUBDESENVOLVIMENTO	169
9.8 ASPECTO MACROJURÍDICO DO <i>FUNDING</i> PARA FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO POR MEIO DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016	172
9.8 ASPECTO MICROJURÍDICO DO <i>FUNDING</i> PARA FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO POR MEIO DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016	183
10 CONSIDERAÇÕES FINAIS	189
CONCLUSÃO	192
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	197

INTRODUÇÃO

O desenvolvimento, seja entendido em sua vertente quantitativa, ou seja, como crescimento, ou como processo de modificação de ordem qualitativa e quantitativa da estrutura econômica e social é um tema extremamente relevante tanto para os estudiosos do Direito quanto para os executores de políticas públicas, já que comporta o próprio norte atribuído às atividades estatais dentro de uma modelagem jurídica em determinado período.

Neste sentido, pode ser dito que uma das condições para o próprio desenvolvimento é o investimento em infraestrutura, que envolve, necessariamente, a concessão de crédito, dada a complexidade e o tempo de que necessitam os projetos de longo prazo. E não apenas o crédito público, mas também o privado, pois inúmeros agentes econômicos atuam neste tipo de investimento. Isto leva à imprescindibilidade da atividade financeira estatal na regulação do crédito e na formação de um *funding* para o financiamento da infraestrutura, que, por sua vez, demanda a criação de instrumentos jurídicos capazes de mobilizar o capital necessário para tanto.

A partir desta constatação, a presente tese procura averiguar a efetividade de um “novo” instrumento jurídico denominado debênture de infraestrutura na formação de um *funding* para o financiamento da infraestrutura nacional. Indaga-se se a regulação do mercado de capitais por meio das chamadas debêntures de infraestrutura, criadas pela Lei Federal nº 12.431/2011, foi efetiva para a construção de um mercado de financiamento de longo prazo que envolvesse recursos privados e públicos entre os anos de 2011 e 2016, período este escolhido por compreender o ano de promulgação da lei e o ano de início da pesquisa.¹ Poderia o Estado nacional, dadas as suas peculiaridades, construir um arranjo jurídico para o financiamento de longo prazo que envolvesse mais recursos privados do que os historicamente aplicados? Em outras palavras, o Estado brasileiro, ao constituir um negócio “de crédito” em um arranjo de articulação de diversos instrumentos jurídicos, que inclui a debênture de infraestrutura, direcionou o crédito de recursos disponíveis no mercado de capitais para o financiamento da infraestrutura entre os anos de 2011 e 2016?

¹ Aqui alguns esclarecimentos devem ser feitos. O termo final do período analisado, o ano de 2016, foi escolhido por ser o último período de coleta de dados anterior ao início da sua análise. Com isto, a pesquisa procurou se ater à maior veracidade possível à metodologia propugnada, o que não quer dizer que dados encontrados até a data final da conclusão da tese, o ano de 2018, não serão utilizados. Inclusive, muitas informações relevantes foram discutidas durante o transcorrer do trabalho e dizem respeito aos anos de 2017 e 2018.

Questiona-se, desta forma, a possibilidade do Estado, por meio do direito positivo brasileiro, fornecer instituições adequadas à formação de políticas públicas voltadas ao financiamento de longo prazo, realocando o capital disponível no mercado de capitais. E, dentro desta problemática, indaga-se também se um dos instrumentos jurídicos fornecidos pelo Direito Econômico, no caso, as debêntures de infraestrutura, são ou não instrumentos capazes de construir tais políticas com viés desenvolvimentista.

Tendo como objeto de pesquisa tal temática, a identificação do papel do direito positivo brasileiro na formação de políticas públicas voltadas ao financiamento de longo prazo se revela importante. Pode-se mesmo se dizer que ela elucida a capacidade de intervenção estatal na economia, a qual depende da atividade financeira do Estado, desenvolvendo-se pelo modo como um fundo público é constituído, pela escolha de alocação dos recursos orçamentários e pela regulação dos créditos público e privado.² Com efeito, a regulação da atividade financeira é condição necessária do financiamento interno de longo prazo, uma vez que elucida o posicionamento do Estado enquanto gestor político dos riscos de longo prazo que fazem parte do processo de acumulação do capital. E, dentro da ideia de gestão pública dos riscos, a dívida pública tem papel de destaque, pois compõe o sistema de crédito.

O problema colocado parece simples à primeira vista, mas envolve muitos fatos relevantes e que tornam sua resposta particularmente difícil. Como ponto de partida, por exemplo, pode-se levantar a hipótese de que a participação do capital privado do mercado de capitais é de extrema importância para o desenvolvimento econômico. Tal instrumental viabilizaria a intervenção do Estado no mercado de crédito em um contexto atual do capitalismo, onde a concentração de capital nos centros de decisão da economia internacional, notadamente em empresas transnacionais e nas relações interestaduais, impede ou inibe o desenvolvimento deste mercado no Brasil. Todavia, por que, então, o mercado de capitais nunca se desenvolveu no Brasil? Seria a atuação estatal direta a inibidora deste mercado ou a institucionalidade e políticas macroeconômicas que impediram o seu crescimento? Ou ambos?

Poder-se-ia afirmar que, devido ao fato do BNDES (Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social) atuar de forma “improdutiva” ao fornecer crédito subsidiado, criando ficticiamente uma demanda em um mercado intensamente marcado

² MASSONETTO, L. F. Aspectos macrojurídicos do financiamento da infraestrutura. In: BERCOVICI, G.; VALIM, R. (Coords.). **Elementos de Direito da Infraestrutura**. São Paulo: Contracorrente. 2015. pp. 38-39.

pela volatilidade do capital, a utilização das debêntures seria instrumento ineficaz para a captação de recurso do mercado privado. Ou, ainda, o BNDES geraria um efeito de *crowding out*, onde haveria deslocamento do financiamento de longo prazo do mercado privado para o setor público devido ao crédito subsidiado, o que tornaria as debêntures pouco úteis? Por outro lado, também importa ressaltar que tal papel foi preponderantemente desempenhado por meio da atuação do principal banco público de desenvolvimento brasileiro, o BNDES, para instrumentalizar a intervenção direta do Estado na economia por meio de uma regulação específica.

As indagações ganham relevância especialmente nos setores que demandam maior concentração de capital para produção, como o de infraestrutura, mas também se referem ao mercado financeiro, onde o controle do tempo por meio do crédito está intrinsecamente relacionado à atuação dos agentes econômicos.

Outra questão que se apresenta é a que diz respeito às necessidades de adaptações institucionais quando da aplicação de determinados instrumentos em cada país. Essencialmente no que tange às alternativas institucionais de intervenção no mercado financeiro, o seu estudo deve ser colocado como reflexo da trajetória histórica dos países, o que justificaria ou não sua utilização no mercado doméstico com o intuito de realocar o capital privado disponível, dada a forma amplamente estatal desta atividade no Brasil. Isto porque o capitalismo atual, dominado pelo capital financeiro, impõe reflexos no direito nacional, baseado no mito de uma homogeneidade global racional, que não leva em conta a correspondência histórico-estrutural entre as instituições regulatórias e seus elementos constitutivos em cada país, ou seja, demanda um direito uniforme, com regras homogêneas nos campos jurídicos nacionais, utilizando a dependência estrutural da periferia.³ Assim, as debêntures de infraestrutura seriam uma alternativa para o alcance do desenvolvimento dentro do arranjo institucional nacional?

A hipótese ora aventada sugere que, apesar do Estado ainda possuir um papel historicamente construído de protagonista no investimento de infraestrutura, atuando diretamente ou por meio do BNDES, sobretudo em momentos de crise sistêmica, e, apesar da diminuição de poder interventivo dos Estados nacionais em um contexto global, o financiamento de longo prazo não pode prescindir de outras formas de formação de *funding*, principalmente as que envolvam o mercado de capitais e as debêntures de

³ MASSONETTO, L. F. (Des)Regulação: em Busca do Senso Perdido. In: DI PIETRO, M. S. Z. (Org.). **Direito Regulatório: temas polêmicos**. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum. 2009. p. 111.

infraestrutura, o que, no entanto, ainda ocorre de forma complementar.

Partindo desta constatação, o caminho a ser perseguido por esta tese para averiguar tal hipótese se desenvolverá por meio de três partes, que se inter-relacionam e se interdependem. Na primeira e segunda partes será realizada uma revisão bibliográfica e documental sobre o tema. Na última, tal revisão se mesclará com um levantamento de dados a partir de documentos de órgãos estatais, como o Senado Federal, CVM, IBGE, ou em órgãos privados, como os que efetuam a autoregulação do mercado de capitais.

A primeira parte trata de indagações relacionadas à posição em que o Estado brasileiro ocupa na ordem capitalista contemporânea e à questão do desenvolvimento e infraestrutura. Não apenas a atual fase do capitalismo impôs novos paradigmas de acumulação do capital, que modificou a própria forma de atuação de todos os Estados nacionais, mas a posição particular que o Estado brasileiro ocupa no sistema mundial influencia profundamente sua atividade financeira, condição para o desenvolvimento.

A segunda parte busca elucidar a relevância da atividade financeira estatal, a qual inclui a regulação do crédito, no financiamento de longo prazo brasileiro. Aqui serão discutidos temas como as diversas possibilidades de financiamento de projetos de infraestrutura, a relevância do crédito para tanto e a necessidade da atividade estatal na articulação de um *funding* para financiamento de infraestrutura, que abarque “novos” instrumentos jurídicos para atração do capital privado, tais como as debêntures criadas pela Lei Federal nº 12.431/2011. Também será verificado que são o Direito Econômico e o Direito Financeiro os responsáveis pela concepção de tais arranjos jurídicos.

Por fim, a última parte adentrará no cerne do problema colocado inicialmente. Em um primeiro momento, serão apontados os objetivos motivadores da Lei Federal nº 12.431/2011, como a formação de um mercado de capitais nacional para o financiamento de longo prazo. Em seguida, os aspectos ligados à dogmática jurídica da debênture de infraestrutura e as modificações introduzidas pela citada lei serão trabalhados de modo a fornecer uma visão microjurídica do instrumento. Após isto, a partir de um levantamento quantitativo e da demonstração de alguns efeitos no mercado de debêntures ocorridos com a edição da Lei Federal nº 12.431/2011, adotando a perspectiva do Direito econômico aplicado, e, considerando-se uma visão macrojurídica proporcionada pelo Direito Econômico, será realizada a avaliação da debênture de infraestrutura como instrumento complementar de formação de *funding* para o financiamento de longo prazo da infraestrutura nacional entre os anos de 2011 e 2016. Esta avaliação englobará tanto a

definição da forma jurídica deste arranjo, quanto a influência de fatores extrínsecos às debêntures de infraestrutura, bem como o dimensionamento do protagonismo estatal no financiamento de longo prazo nacional.

PARTE 1 DESENVOLVIMENTO, INFRAESTRUTURA, ATIVIDADE FINANCEIRA DO ESTADO E O CRÉDITO NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NACIONAL

1 INTRODUÇÃO

A discussão acerca da forma jurídica da formação de *funding* para o financiamento da infraestrutura nacional está intimamente ligada à política econômica adotada por determinado Estado, a qual, por sua vez, sofre influência dos próprios fatos econômicos⁴ que a determinam. Estes fatos estão inseridos em um sistema mundial do qual as economias nacionais fazem parte. Além disto, a organização do espaço político e econômico de acumulação está profundamente relacionado a tal sistema, o que, por conseguinte, condiciona a produção jurídica interna dos Estados nacionais, tornando próxima a relação entre o Direito e a Economia.

Dentro deste contexto, avalia-se preliminarmente que o Estado brasileiro sempre possuiu dificuldades em articular um sistema para o desenvolvimento estrutural das forças produtivas por meio de políticas públicas.⁵ Um motivo se daria pelo fato de a economia nacional se encontrar em uma posição periférica no sistema mundial, constituindo uma variável de ajuste das crises de acumulação do centro do sistema. Outra explicação se daria por juízos sobre a gestão capitalista nestes estados periféricos, o que geraria um ambiente de negócios pouco propenso ao crescimento. Ambas posições se refletem no Direito Econômico, o qual ora possui feições desenvolvimentistas, que propugnam institucionalmente a superação do subdesenvolvimento por meio do estabelecimento constitucional de uma ordem econômica interna nesse sentido, ora possui feições universalistas, baseadas em modelos gerais adequados ao sistema capitalista mundial e que possibilitariam maior eficiência na circulação de capital com diminuição de riscos institucionais, ou seja, segurança jurídica para os mercados. A melhor política pública de financiamento de longo prazo, nesse sentido, é entendida como as virtudes de uma visão ou de outra.

⁴ Entendidos no sentido dado por Eros Roberto Grau de que o fato econômico isolado pode ser tomado como fundamento do Direito, diferentemente dos fatos economicamente regulados. GRAU, E. R. **Elementos de Direito Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1981, p. 25.

⁵ COSTA, F. N. Financiamento interno de longo prazo. **Texto para discussão/Instituto de Pesquisa econômica Aplicada-IPEA**. Brasília: IPEA, março 2015, n. 2053.

Todavia, pode-se estabelecer, de antemão, que os problemas na formação bruta do capital fixo em países periféricos não podem ser dissociados de um sistema mundial com grande assimetria de poder, no qual o ajuste do centro sempre é colocado à periferia, o que se reflete na falha de decolagem das economias destes países. Daí a necessidade de criação de infraestrutura que gere custos no presente para permitir tal decolagem no futuro, possibilitando a construção de um a emancipação por meio do Direto Econômico.

Neste sentido, o Estado brasileiro, inserido neste sistema e diante da atual fase do capitalismo financeiro, desempenha papel central no processo de acumulação de capital, tanto como fator de estabilização das finanças quanto como coordenador do próprio processo de acumulação interno, motivo pelo qual uma análise de sua atividade e atuação no sistema financeiro se mostra essencial.

A atividade financeira estatal na formatação de políticas públicas está intrinsecamente ligada à forma jurídica de construção de políticas para o financiamento da infraestrutura nacional. Além disto, os arranjos institucionais, que compõem o modelo do financiamento de longo prazo, estão associados a um determinado contexto histórico e econômico que exige diversos tipos de atuação de acordo com a realidade nacional. Tais atributos jurídico-institucionais mudam dentro desta perspectiva temporal e territorial, fazendo com que a atuação estatal no domínio econômico adquira contornos diversos dos modelos tradicionais dos países do centrais. Isto é demonstrado pela constante atuação do BDNES na história brasileira ante a ausência de financiamento privado no longo prazo, o que vem se alterando de alguma forma nos últimos anos.

Os tipos e fontes de recursos destinados à infraestrutura também se relacionam à atividade financeira do Estado, podendo ter por escopo a constituição de um fundo público ou a reordenação do capital privado. As dificuldades enfrentadas para formação jurídica desta constituição se relacionam ao ambiente institucional no qual o país está inserido, o que envolve questões políticas e ideológicas que precisam ser levadas em consideração, dado que nem sempre as determinações constitucionais são adequadamente buscadas.

O crédito, neste sentido, instrumentalizado juridicamente dentro de determinada política pública, especialmente no setor de infraestrutura, demonstra o próprio sentido da intervenção estatal na economia em busca do desenvolvimento no contexto do capitalismo contemporâneo, permitindo a mobilização de recursos públicos e privados para a formação de *funding* destinado aos projetos de longo prazo.

A sua regulação por meio das chamadas debêntures de infraestrutura, com incentivo tributário, oferece-se como ferramenta possível para a captação de recursos

privados e constituição deste fundo público, possibilitando a coordenação dos agentes privados e de capitais atualmente disponíveis, realocando-os de forma a atender ao interesse público. Por outro lado, e será efetuada esta análise ao final da tese, a regulação pode apenas ser mais um instrumento para maior concentração de capital disponível na economia, já que agentes particulares podem se apropriar dos incentivos públicos dados sem efetivar a devida contrapartida, aprofundando ainda mais as disfuncionalidades entre as instituições nacionais.

2 A QUESTÃO DO DESENVOLVIMENTO E INFRAESTRUTURA NO ESTADO BRASILEIRO E O ORDENAMENTO JURÍDICO NACIONAL

2.1 POSIÇÃO PERIFÉRICA DO ESTADO BRASILEIRO NO SISTEMA MUNDIAL

A enorme gama de variáveis econômicas e sociais que influenciam os Estados contemporâneos na atualidade certamente influenciam seus diversos papéis em um mundo altamente conectado. Principalmente a partir da década de noventa, com o fim da bipolaridade originada na Guerra Fria, a multiplicidade de atores ganhou relevância no sistema de trocas mundial. Este fato poderia levar à consideração de que tal sistema dividido apenas entre países centrais e periféricos perderia relevância diante, inclusive, das novas tecnologias que agregam valor a diferentes produtos, os quais, por sua vez, levam à obsolescência dos anteriores.

Todavia, a distinção centro-periferia ainda é relevante. Pode-se verificar que, apesar do surgimento de novos atores, são os mesmos países centrais erigidos no pós-II Guerra Mundial que ditam os rumos das principais decisões econômicas e políticas mundiais, submetendo os países com menor participação aos seus desígnios. OS termos de troca ainda são extremamente desiguais. As novas tecnologias ainda encontram guarida nos países mais desenvolvidos, sendo que o restante do planeta ainda parecer como mercado consumidor e fornecedor de matéria-prima. Ou seja, o cerne da teoria centro-periferia persiste. Especialmente neste momento de financeirização mundial.

Segundo alguns autores, o atual estágio histórico é o de expansão financeira do capitalismo, que pode estar em um momento de reestruturação para um novo ciclo com

base ampliada de acumulação originária de capital.⁶

Este contexto de quebra de paradigmas dos regimes de acumulação capitalistas levou à mudança do arranjo institucional e das funções do Estado contemporâneo, o qual, apesar de possuir menor poder interventivo frente aos controladores do capital financeiro global, ainda faz a intermediação entre capital interno e internacional. Ou seja, o novo paradigma de acumulação flexível não fez com que o Estado se afastasse ou desaparecesse em função do mercado, pelo contrário, foram-lhe impostas novas funções, como a de rearticular interesses globais, nacionais, regionais e locais de organização política e econômica, desempenhando um papel no desenvolvimento de novas estratégias de acumulação.⁷

Dentro desta constatação, portanto, o papel do Estado é destacado, não apenas para a estabilização das finanças, mas para efetivar o próprio processo de acumulação interno face ao sistema mundial da economia-mundo,⁸ por meio do seu poder soberano, da moeda, da dívida pública e da tributação. E esta intermediação entre a acumulação doméstica e o capital externo é realizada de acordo com a posição que determinado Estado ocupa no sistema mundial centro-periferia de acordo com fase de expansão desse mesmo sistema.

Tal sistema, com efeito, impôs uma divisão internacional, em que as economias

⁶ Sobre o conceito de ciclos de acumulação, ver ARRIGHI, G. **O Longo Século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo**. São Paulo: UNESP, 1996. Para um maior aprofundamento acerca do tema, ver Luís Fernando Massonetto, que se apoia nas ideias de Braudel e Marx. MASSONETTO, L. F. 2006. 145 f. **O direito financeiro no capitalismo contemporâneo: a emergência de um novo padrão normativo**. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito. Departamento de Direito Econômico, São Paulo, 2006.

⁷ Para aprofundamento do novo papel do Estado diante da mudança do paradigma de regime de acumulação, ver JESSOP, B. **Narrating the future of national economy and national state? Remarks on remapping regulation and the reinventing governance**. Lancaster, Department of Sociology, Lancaster University, 2003. Especificamente sobre o caso brasileiro e a mudança de paradigma, ver SCHAPIRO, M. G. **Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento**. 2009. 326 f. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito. Departamento de Direito Econômico, São Paulo, 2009. Sobre Estado Regulador e diversas teorias gerais do Estado ver YEUNG, K. **The Regulatory State**. In: Baldwin, R., Cave, M. & Lodge, M. **Oxford Handbook of Regulation**. Oxford University Press, 2010 e CHANG, H-J. **The Economics and Politics of Regulation**. **Cambridge Journal of Economics**, 1997. Sobre Estado desenvolvimentista ver TREBILCOCK, M. J.; MOTA PRADO, M. **What makes poor countries poor? Institutional determinants of development**. New York: Edward Elgar Publishing, 2012, e TRUBEK, D. M.; COUTINHO, D. R.; SCHAPIRO, M. G. **New State Activism in Brazil and the challenge for Law**. In: TRUBEK, D. et al. **Law and the New Developmental State: the Brazilian Experience in Latin American Context**, Cambridge University Press, 2014.

⁸ Sobre o conceito de economia-mundo e os diversos papéis estatais, ver BRAUDEL, F. **Civilização material, economia e capitalismo - séculos XV-XVIII: O tempo do mundo, volume 3**. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2009; WALLERSTEIN, I. **The Capitalist World-Economy**. New York: Cambridge University Press, 1979; TILLY, C. **Coertion, Capital and European States, AD 990-1990**. Oxford: Basil Blackwell, 1990

periféricas servem à expansão das economias centrais, o que, historicamente, gerou dependência das primeiras em relação às determinações externas das últimas, bem como desigualdade social, e, por conseguinte, subdesenvolvimento. Este é o caso do Brasil.

Desta forma, o Brasil, além de também sofrer as mudanças nos papéis que os Estados nacionais enfrentaram na ordem capitalista contemporânea, onde há autonomização financeira em relação à esfera produtiva e à regulação estatal, especificamente, ocupa uma posição periférica no sistema mundial centro-periferia no contexto da economia-mundo.⁹

Isto implica afirmar que a intermediação estatal entre o processo de acumulação interno e fluxos de capital nas redes financeiras internacionais, além de sofrer das tradicionais contradições comuns a todos os Estados, ainda reflete a própria posição que o Estado brasileiro ocupa no sistema mundial, onde os países centrais impõem seu poder soberano na determinação de políticas econômicas.

Analisando economicamente tal fato, Celso Furtado parte da premissa de que a acumulação capitalista se desenvolve por meio de trocas desiguais em razão do fenômeno da dominação, a qual, por sua vez, gera desigualdades econômicas, reforçando as relações de poder entre grupos sociais. Desta forma, o sistema econômico mundial se divide entre dominantes e dominados de forma hierarquizada,¹⁰ no qual há assimetria de poder entre Estados e regiões que criam hierarquias dentro de uma divisão internacional de trabalho em um contexto de economia-mundo, conforme anteriormente afirmado.

Nesta economia-mundo, o centro determina sua política econômica em prol do desenvolvimento, beneficiando sua população, mesmo que de forma não inteiramente homogênea, enquanto os países periféricos não detêm esse poder plenamente, funcionando de forma complementar à política do centro, beneficiando apenas parte de sua população.¹¹

Disto resulta que o subdesenvolvimento não é uma etapa do desenvolvimento e que este seria superado por um processo padrão semelhante ao caracterizado nos países centrais. Ele seria, sim, um resultado de relações de dominação historicamente geradoras de condições econômicas específicas.

⁹ Não será objetivo desta tese esmiuçar detalhes da formação do sistema centro-periferia descrito por Celso Furtado ou das diversas teorias de desenvolvimento abarcadas por ela. Apenas se buscará situar o Estado brasileiro dentro desta teoria e as dificuldades que isto impõe ao desenvolvimento da infraestrutura. Para maiores detalhes sobre o tema, ver MEDEIROS, L. V. **Direito econômico e superação do subdesenvolvimento: BNDES e planejamento**. 2016. 331 f. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, Departamento de Direito Econômico, São Paulo, 2016.

¹⁰ FURTADO, C. **Desenvolvimento e subdesenvolvimento**. 5. ed., Rio de Janeiro: Contraponto, 2009, pp. 105-111.

¹¹ Cf. MEDEIROS, L. V., Ob. cit., p. 28.

E estas condições nos países periféricos seria a coexistência de economias modernas e outras arcaicas dentro do mesmo contexto econômico. Baseando-se nestas ideias de Furtado, Lea Vidigal Medeiros afirma que, em países subdesenvolvidos como o Brasil, as estruturas econômicas e sociais têm sua origem na interação entre economias agrárias e os interesses dos países centrais que já atingiram um alto nível de industrialização e necessitam do fornecimento de matéria-prima, mão-de-obra e um mercado consumidor. Essa interação, por sua vez, gera uma especialização produtiva com viés exportador determinada externamente pelos países industriais em função da variação de preços de seus produtos. Esta seria a causa da dependência externa dos países subdesenvolvidos, o que caracterizaria o sistema centro-periferia.¹²

Especificamente, o Brasil conseguiu promover algum grau de industrialização. A renda gerada pela entrada da empresa capitalista moderna criou setores econômicos mais desenvolvidos, criando uma economia híbrida. Isto resultou em fases de declínio no preço dos produtos exportados, o que favoreceu a rentabilidade de negócios ligados ao mercado interno, já que o preço dos produtos importados aumenta. O crescimento anterior do consumo de bens manufaturados antes importados se torna terreno fértil para o desenvolvimento de um parque industrial voltado ao mercado interno nestas fases, gerando um processo de substituição de importações.¹³

Entretanto, tal processo ocorreu de forma extremamente desequilibrada, já que o controle da evolução tecnológica foi detido pelos países centrais, o que gerou aumento de produtividade e valor agregado com enorme vantagem em relação ao produto nacional. A concorrência com as indústrias avançadas internacionais acabou por direcionar, desta forma, a própria indústria nacional.

Além disto, a substituição de importações foi realizada em função do padrão de consumo modernizado e diversificado das elites dos países periféricos, o que inibiu a produção industrial de produtos essenciais à maioria da população, reforçando as desigualdades já prementes em países subdesenvolvidos.¹⁴

O subdesenvolvimento, enfim, decorreu de condições históricas que geraram tanto a dependência em relação às determinações externas, quanto a desigualdade social. O sistema centro-periferia dentro da economia-mundo impôs uma divisão internacional do trabalho, em que as economias periféricas servem à expansão das economias centrais, com

¹² Cf. MEDEIROS, L. V., Ob, cit., pp. 25-26.

¹³ Cf. FURTADO, C. Ob, cit., pp. 165.166.

¹⁴ Cf. MEDEIROS, L. V., Ob, cit., pp. 25-30.

seus produtos de exportação em constante sujeição à flutuação do mercado internacional dominado por aqueles. Existe pouca probabilidade para um país nestas condições se desenvolver.

Diante disto, Celso Furtado diagnostica que há a necessidade de internalização de centros de decisão econômica com um sistema produtivo dotado de autonomia tecnológica em conjunto com um processo de reconstrução social em direção a uma maior homogeneização para que a condição de subordinação seja alterada.

E este diagnóstico passa pelo planejamento estatal. Na mesma linha que Furtado, Comparato indica que este planejamento deve se dar em torno de um projeto nacional em busca da endogeneização tecnológica e homogeneização social elaborado essencialmente pelo Estado, já que, do contrário, as forças de mercado reforçariam a condição de subordinação da assimetria de poder entre Estado e empresas da periferia e Estado e empresas centrais.¹⁵ Além disto, como se verá adiante, a relação Estado brasileiro, desenvolvimento e subdesenvolvimento é interdependente.

Em suma, existe a necessidade de o Estado brasileiro realizar um planejamento em busca da internalização dos centros de decisão econômica e de uma maior homogeneização social, dada sua posição periférica no sistema mundial centro-periferia no contexto da economia-mundo.

Especificamente no caso de financiamento da infraestrutura, base de qualquer sistema produtivo, esta internalização dos centros de decisão deve objetivar o preenchimento da ausência de um núcleo endógeno de financiamento público e privado nacional que garanta endogenamente a intermediação financeira do potencial de poupança, impedindo a sua esterilização pelo capital financeiro.

2.2 DELIMITAÇÃO DA ABORDAGEM DA RELAÇÃO ENTRE ESTADO BRASILEIRO, DESENVOLVIMENTO E SUBDESENVOLVIMENTO

Adentrando especificamente à questão do desenvolvimento, faz-se necessário definir alguns contornos que servirão como base de análise desta tese, sempre se levando em conta os pressupostos anteriormente delineados.

Com efeito, a questão do desenvolvimento é cara aos estudiosos do Direito e, ao

¹⁵ COMPARATO, F. K. A transferência empresarial de tecnologia para países subdesenvolvidos: um caso típico de inadequação dos meios aos fins. **Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo** 77,1982, pp. 277-291.

mesmo tempo, traz incertezas exatamente devido à sua importância e necessidade de definição. Esta dificuldade se justifica pelo fato de ser um termo cuja variedade de acepções, uma para cada área do conhecimento e uma para cada Escola dentro de determinada área do conhecimento, gera muitas discussões. Como ainda não existem definições precisas, procurar-se-á utilizar determinados conceitos elaborados por alguns autores acerca do tema, já que podem contribuir para demonstrar a relevância da atuação do Estado na formação bruta de capital fixo por meio da regulação do crédito, especificamente, das debêntures de infraestrutura.

Em uma ampla perspectiva, a questão da atuação estatal no âmbito econômico está associada à necessidade de incentivo ou não dos agentes sociais. As teorias da regulação no tocante à análise da maior eficiência a ser alcançada pelo poder público em detrimento do mercado, bem como à efetiva ação a ser tomada pelo Estado, referem-se, portanto, quando se fala em desenvolvimento, ao incentivo, ou não, dos agentes sociais, mas sempre por meio da atuação ou intervenção estatal. O Estado está diretamente relacionado, desta forma, ao desenvolvimento na medida em que pode o incentivar ou o inibir.¹⁶ Mas, qual o grau desta atuação e onde ela deve se dar?

No Brasil, a dicotomia acerca da forma de atuação estatal foi bem representada pelo debate ocorrido entre Roberto Simonsen e Eugênio Gudin no I Congresso Brasileiro de Economia realizado em 1943 e que ficou conhecido como “A controvérsia do Planejamento Econômico”. O primeiro autor influenciou economistas que propugnavam uma direção intervencionista, industrialista e protecionista para o Estado, enquanto que outros foram influenciados pelo segundo, desejosos de uma atuação estatal apenas em situações de exceção, representando os defensores do agrarismo e embasados na teoria das vantagens comparativas de Davi Ricardo.

Em linhas gerais, a discussão citada se deu em um momento em que o Brasil debatia as possibilidades de gerar desenvolvimento após a II Guerra, existindo duas possibilidades evidentes para superar a pobreza por meio do aumento da renda nacional: adotar a industrialização induzida por medidas intervencionistas e protecionistas ou acreditando que ela viria de modo natural a partir do desenvolvimento da agricultura.¹⁷ O debate é atual na medida em que o Brasil ainda não decidiu um modelo econômico claro a

¹⁶ GUEDES, V. M. Interesse público e desenvolvimento: as alterações e rescisões contratuais unilaterais motivadas por interesse público na jurisprudência do STJ. In: CORRÊA, A. R.; PINTO JÚNIOR, M. E. (Coords.). **Cumprimento de contratos e razão de Estado**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 168.

¹⁷ RODRIGUES, C. H. L. **A questão do protecionismo no Debate entre Roberto Simonsen e Eugênio Gudin**. 2005. 163 f. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2005, pp. 87-89.

seguir, ora pendendo para um lado, ora pendendo para outro, conforme se pode notar pelas políticas econômicas seguidas pelo governo Fernando Henrique Cardoso e, posteriormente, um pouco modificadas nos governos Lula.¹⁸ Entretanto, não é objetivo deste estudo aprofundá-lo, apenas demonstrar que a pergunta colocada acima sofre grande influência da ideologia predominante no momento de elaboração do modelo econômico.

Estas posições sobre incentivar ou não os agentes sociais por meio da intervenção estatal tiveram enorme importância na criação de políticas públicas e planos econômicos ao longo do século XX, sendo de grande relevância para projetar novas formas de atuação estatal. Entretanto, estas bases teóricas consideram sempre a ideia de Estado *a priori*, sem considerar análises de práticas, o que, muitas vezes, prejudica a identificação da maneira como os agentes econômicos devem ser incentivados e mesmo quais os devem ser. Desta maneira, é importante definir a que fim se dirige a ação estatal de uma forma mais concreta, o que pode ser realizado com o estabelecimento de alguns parâmetros acerca da própria noção de desenvolvimento.

Pois bem, a visão mais antiga sobre desenvolvimento estaria ligada apenas ao seu aspecto quantitativo, chamado de crescimento econômico, e entendido como o aumento do Produto Interno Bruto (PIB),¹⁹ ideia esta incompleta por estar mais próxima de um ciclo do que de um processo que atinge a estrutura da economia. O conceito, na verdade, não possui contornos ainda muito bem definidos, o que dificulta a sua mensuração para a construção de políticas públicas.

Além da ideia de crescimento econômico, mesmo estando nela contido o aumento do PIB *per capita* e diminuição da pobreza e da desigualdade, existem outras noções que incluem a diminuição de privações relacionadas principalmente a serviços públicos, ao aumento da liberdade em várias dimensões (política, econômica, social, etc.) e à sustentabilidade ambiental. E, ainda, existem autores que afirmam a existência de um relativismo cultural, no qual a ideia de desenvolvimento não pode ser considerada universal, uma vez que diferentes sociedades têm diferentes valores.²⁰

André Folloni, sobre o tema, após discorrer sobre o juízo de valor que o envolve, como a escolha de paradigmas de modelos entre capitalismo e comunismo, cada um

¹⁸ SACHELLI, R. C. **A ausência da regulamentação do sistema financeiro brasileiro como obstáculo ao desenvolvimento nacional: uma leitura a partir da crise econômica de 2008 (gerada pela globalização econômica e pelo neoliberalismo)**. 2013. 136 f. Dissertação (Mestrado). – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2013, pp. 65-67.

¹⁹ ELI DA VEIGA, J. **A emergência socioambiental**. São Paulo: SENAC, 2007, p. 92.

²⁰ TREBILCOCK, M. J.; MOTA PRADO, M. **Advanced Introduction to Law and Development**, New York: Edward Elgar Publishing, 2014, pp. 3-16.

propugnando caminhos diferentes para o mesmo fim, afirma que a Constituição Federal deixa o tema em aberto no seu artigo 3º, II, mas, no decorrer do texto, acaba o qualificando detalhadamente. Neste sentido, o desenvolvimento adquiriu força normativa no Brasil ao ser alçado à condição de objetivo fundamental da República, segundo o artigo 3º, inciso II, da Constituição Federal. Tal inciso deve ser interpretado em conjunto com os outros do mesmo artigo, já que a ideia de desenvolvimento deve envolver não apenas uma garantia, mas também a sua promoção pelo Estado brasileiro.

Analisando-se o *caput* do artigo 170, pode-se colocar que o desenvolvimento nacional seria alcançado por meio da ordem econômica brasileira fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, ambos também previstos como fundamento do Estado brasileiro (artigo 1º, IV), com a finalidade última de assegurar a todos existência digna, associada essencialmente com os direitos sociais do artigo 6º da Constituição Federal.

Segundo o mesmo autor, a Constituição Federal pretende a transformação da realidade social e impõe compromissos neste sentido, fazendo claramente juízos de valor. E tais compromissos seriam tanto com o desenvolvimento econômico, a partir do aumento da riqueza material e sua distribuição, quanto com o desenvolvimento sócio, por meio do crescimento de toda a sociedade ao invés do indivíduo e da universalização dos direitos sociais. Quanto a esta última parte, seria impossível o alcance da universalização sem políticas públicas executadas diretamente pelo Estado, único capaz de fazer investimentos a longo prazo e suportar prejuízos financeiros em um mercado cativo.²¹ Assim, a Constituição acaba por determinar uma atuação global do Estado na coordenação dos agentes econômicos em direção à transformação da realidade social.

Esta Constituição Econômica, em um certo sentido, caracterizar-se-ia pela ideia econômica no texto constitucional integrado na própria ideologia constitucional, a qual, na Constituição Federal brasileira, comporta intrinsecamente a ideia de desenvolvimento. Historicamente, o Estado brasileiro incorporou a ideologia desenvolvimentista da economia, passando de prestador de serviços a responsável pela modificação das estruturas econômicas por meio da industrialização e da distribuição de renda, sob influência do pensamento da CEPAL (Comissão Econômica Para a América Latina e Caribe), apenas com a Constituição de 1946. O pensamento cepalino é centrado na concepção de

²¹ FOLLONI, A. P. A complexidade ideológica, jurídica e política do desenvolvimento sustentável e a necessidade de compreensão interdisciplinar do problema. **Revista Direitos Humanos Fundamentais**, São Paulo, jan-jun/2014, ano 14, n.1, pp. 63-91.

desigualdade do sistema centro-periferia, resultado da propagação do progresso técnico na economia mundial.

A economia latino-americana seria periférica, especializada, voltada à exportação, e heterogênea, na qual coexistem setores atrasados e de alta produtividade. Para se desenvolverem, portanto, países como o Brasil deveriam encontrar alternativas ao modelo exportador, o que seria apenas conseguido com o induzimento da industrialização e distribuição de renda promovidos diretamente pelo Estado, o que geraria mudanças no sistema produtivo e social, sem as quais se estaria apenas diante de uma modernização.²²

Após alguns momentos de desvirtuamento desta ideia, a atual Constituição Federal de 1988 expressamente estabelece uma Constituição Econômica com o intuito de transformação das estruturas sociais por meio da atuação do Estado no domínio econômico, como se observa dos artigos 170 a 192, principalmente no espaço e no tempo. Neste último artigo é que a regulação do crédito, por meio de um instrumento como a debênture de infraestrutura, encontra respaldo, pois a distribuição de recursos disponíveis acaba por ser diferida e realocada.

Gilberto Bercovici ainda anota que reconhecer os obstáculos à atuação do Estado e implantar alternativas para contorná-los, reestruturando-o, é, justamente, promover o desenvolvimento, sendo que a atual crise que se estabeleceu no Estado brasileiro somente será superada por meio do seu fortalecimento para que os efeitos negativos de desequilíbrios provocados pela globalização sejam corrigidos, seja por meio de uma atuação direta ou coordenando agentes econômicos.²³

O que se pode concluir acerca desta ideia de desenvolvimento é que ele somente ocorreria em países periféricos como o Brasil pela coordenação dos agentes econômicos em direção aos objetivos constitucionais estabelecidos, como a superação das desigualdades regionais, que efetue a transformação das estruturas sociais por meio da atuação do Estado no domínio econômico. E tal atuação se consubstancia em um planejamento com uma visão macro que envolva a própria estrutura social, não apenas agentes individualmente considerados, o que é determinado pela própria Constituição Federal nacional.

E, não poderia ser diferente, já que o desenvolvimento é um fenômeno histórico e a superação do subdesenvolvimento em países situados na periferia do sistema capitalista

²² BERCOVICI, G. **Constituição Econômica e Desenvolvimento: uma leitura a partir da Constituição de 1988**. São Paulo: Malheiros, 2005.

²³ Cf. BERCOVICI, G. Ob, cit.

internacional hierarquizado demanda a necessidade de uma efetiva atuação estatal. Sim, pois o subdesenvolvimento deve ser considerado não como uma etapa, mas como parte de um processo histórico autônomo, funcional ao sistema capitalista e com relações de poder, interna e externamente.

Assim, a economia de países situados na periferia deste sistema, como o Brasil, deve ser considerada em um contexto amplo da divisão internacional do trabalho, mas, não apenas. A superação do subdesenvolvimento brasileiro, este oriundo de decisões políticas e, conseqüentemente, jurídicas, deve ocorrer com atuação neste sistema, uma vez que também representa um fenômeno de dominação e, portanto, de natureza cultural, política e econômica.

Esta necessidade de atuação estatal é confirmada pela Constituição Federal no artigo 174,²⁴ onde fica explícito o dever de o Estado brasileiro realizar o planejamento por meio de um sistema com participação do Poder Legislativo que vincule o orçamento e se dirija aos fins constitucionais ao invés de apenas se limitar ao incentivo dos agentes privados. Entretanto, este dever é continuamente ignorado após 30 anos da promulgação da Constituição Federal, o que demonstra falta de vontade política, tendo em vista que ainda não foi elaborada legislação que lhe dê efetividade, conforme determinado pelo §1º do artigo 174.^{25 e 26}

Coadunando-se com esta ideia, mas sob a ótica econômica, em linhas gerais, Celso Furtado, começa por descrever que o desenvolvimento comumente é definido como o aumento da quantidade de bens e serviços por determinado tempo para uma determinada comunidade, sendo que os elementos quantitativos estão atrelados aos sistemas de preços. Após, faz críticas a tal conceito, na medida em que fatores culturais também influenciam a formação dos preços, além de existirem problemas ligados à distribuição de renda e às imperfeições do mercado, sendo que o desenvolvimento deve, na verdade, estar ligado ao aumento do fluxo da renda social, cujo crescimento só é possível com o aumento da capacidade produtiva. Esta capacidade produtiva é oriunda da transformação do excedente de produção (produto bruto menos as necessidades de vida de todos ligados à produção)

²⁴ Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. BRASIL. Constituição (1988). Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm >. Acesso em: 05 dez. 2018.

²⁵ Cf. BERCOVICI, G. Ob, cit. pp. 76-77.

²⁶ § 1º A lei estabelecerá as diretrizes e bases do planejamento do desenvolvimento nacional equilibrado, o qual incorporará e compatibilizará os planos nacionais e regionais de desenvolvimento. BRASIL. Constituição (1988). Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm >. Acesso em: 05 dez. 2018.

acumulado por certos grupos minoritários.²⁷ No caso de uma sociedade industrial, a acumulação do excedente está na mão do empresário que o reincorpora ao processo produtivo por meio de novas técnicas, gerando expansão do mercado interno, sem necessidade de busca a novos mercados.²⁸

A superação da dependência externa e o desenvolvimento, desta forma, ocorreria por meio do exercício da soberania econômica, em que os centros de decisão econômicos devem ser internalizados. Isto inclusive, foi determinado constitucionalmente no artigo 219, que determina o incentivo ao mercado interno para a promoção da autonomia tecnológica do país,²⁹ integrando o patrimônio nacional, mas que, como no caso do planejamento, carece de lei reguladora, o que, entretanto, não lhe retira o caráter de um princípio constitucional impositivo dotado de caráter constitucional conformador.³⁰

O desenvolvimento, portanto, em países periféricos como o Brasil, deve ser perseguido (art. 3º, II, CF) por meio da atuação direta do Estado em direção a um projeto nacional autônomo e soberano (artigo 1º, I, CF) de superação da condição de subdesenvolvimento, que coordene agentes econômicos em prol da expansão do mercado interno (art. 219 da CF), aumentando a capacidade produtiva e a homogeneização social em uma ordem econômica fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa (artigo 170, CF). Este é o recorte no conceito de desenvolvimento que será utilizado na presente tese.³¹ Inclusive, no caso brasileiro, esta atuação é um dever do Estado e tem assento constitucional no artigo 174, *caput*, e §1º.

E este planejamento deve, necessariamente, considerar o investimento em infraestrutura, o qual é a base para o provimento de bens e serviços essenciais e, por conseguinte, para o próprio desenvolvimento. O investimento, por sua vez, envolve a atividade financeira estatal na regulação do crédito e na formação de um *funding* que abarque toda a complexidade que envolve projetos de longo prazo. A utilização das

²⁷ Cf. FURTADO, C. Ob, cit., pp. 105-111.

²⁸ Cf. FURTADO, C. Ob, cit., pp. 135-137.

²⁹ Art. 219. O mercado interno integra o patrimônio nacional e será incentivado de modo a viabilizar o desenvolvimento cultural e sócio-econômico, o bem-estar da população e a autonomia tecnológica do País, nos termos de lei federal. BRASIL. Constituição (1988). Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm >. Acesso em: 05 dez. 2018.

³⁰ GRAU, E. R. A ordem econômica na Constituição de 1988. 14 ed. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 260.

³¹ Não serão consideradas outras visões, como a colocada pela Nova Economia Institucional (NEI) ligada à ciência econômica, cuja uma de suas facetas no âmbito jurídico seria o chamado ramo do Direito & Desenvolvimento, onde desenvolvimento econômico significa desenvolvimento das instituições em abstrato. Para aprofundamento do tema, ver MORETTINI, F. T. R. **Contrato de concessão de serviço público e custos de transação: uma análise da jurisprudência do STF, do STJ e dos tribunais federais brasileiros**. 2014. 157 f. Dissertação (Mestrado). Escola de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Paraná.

debêntures de infraestrutura neste arranjo jurídico pode ser de grande auxílio na coordenação de diversos interesses.

Apenas para ressaltar, isto não quer dizer que o planejamento, neste sentido, deva considerar obrigatoriamente a industrialização como foco do processo de desenvolvimento econômico e como finalidade última da política industrial de forma tradicional, como a expressa na promoção de setores, empresas e tecnologias tidas como chave para a modernização, com o intuito de buscar uma fronteira tecnológica cada vez mais distante e de promover concorrentes nacionais para oligopólios globais. Os novos desafios impõem dificuldades na realização de uma efetiva transformação social substantiva para a redução das desigualdades e melhoras sociais.

O planejamento, na forma como será considerado nesta pesquisa, pode envolver novas formas de orientação da política industrial, voltada antes à resolução de problemas concretos e de longa data da sociedade brasileira, com objetivo social bem definido, tal como uma política industrial em torno da ideia de “investimento social” (infraestrutura urbana de transporte, moradia, saneamento básico, tecnologia verde, habitação popular e saúde).

2.3 INFRAESTRUTURA E CRÉDITO NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO BRASILEIRO

A superação da condição de subdesenvolvimento por meio do planejamento estatal envolve o desenvolvimento da infraestrutura nacional, sendo o crédito para o seu financiamento fator essencial ao processo. Os problemas na formação bruta do capital fixo em países periféricos, como o Brasil, estão atrelados a um sistema capitalista mundial com grande assimetria de poder, no qual o ajuste do centro sempre é colocado à periferia, subordinando-a e a condicionando, como já mencionado. Desse modo, para que se alcance o desenvolvimento, e não se está a discutir se isso é factível ou não, existe a necessidade de se buscar independência financeira, mesmo que limitada, a qual possibilite o alargamento da infraestrutura.

Fernando Nogueira da Costa afirma que, apesar do Brasil ter criado alguns fatores endógenos de dinamismo econômico, como o estabelecimento de um relevante mercado interno e de uma diversificação setorial econômica, ainda existem dois fatores que impedem a sustentabilidade dos ciclos de crescimento e que estão relacionados com a falta

de autonomia nacional: inovação tecnológica e financiamento do desenvolvimento,³² este último eminentemente atrelado à infraestrutura.

A discussão contemporânea sobre o termo “infraestrutura” está ligada à ampla noção de “fundamento da atividade econômica”, o qual foi marcado pela concepção keynesiana de Estado de bem-estar europeu, que lhe atribuiu contornos de seu planejamento.³³ Existe uma diferenciação do conceito sob o enfoque da ciência econômica entre infraestrutura material e institucional. Esta última englobaria a Administração, a ordem jurídica, o sistema monetário, a educação, o Poder Judiciário, dentre outros.³⁴ Entretanto, parece que “infraestrutura institucional”, segundo esta perspectiva, confunde-se com o próprio conceito de “instituição”, conforme se verá mais adiante.

No debate jurídico, não existe uma conceituação própria, ocorrendo, na realidade, uma apropriação do discurso econômico. O que se verifica é que ela não pode ser compreendida sem a perspectiva do Estado, já que as decisões a ela ligadas perpassam pelo ideal de planejamento para o alcance do desenvolvimento, ou seja, são decisões políticas.

A infraestrutura não pode ser considerada como um fim em si mesma, mas deve proporcionar o provimento de bens e serviços essenciais, logo, sendo um bem público, cumpre um objetivo estatal. Daí a ligação entre Estado, planejamento, infraestrutura e desenvolvimento. Além disto, a própria Constituição brasileira atribui ao Estado a responsabilidade pela infraestrutura por meio de uma política ativa de seu desenvolvimento.³⁵

Tendo-se esta correlação em mente, pode-se afirmar que a infraestrutura, em seu sentido material, é o conjunto de atividades e estruturas da economia que servem de base para o desenvolvimento de outras atividades consideradas principais, ligada, portanto, à ideia de “fundamento da atividade econômica”. Por exemplo, abrange os principais setores que subsidiam os domicílios e a produção ligados à prestação de serviços públicos, tais como energia, transportes e telecomunicações.

O conceito desenvolvido pelo IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada) desagrega a infraestrutura em duas linhas de estudo: a infraestrutura social e urbana, vinculada ao suporte dos cidadãos e dos seus domicílios, relativos à habitação, saneamento e transporte urbano; e a infraestrutura econômica, cuja função primordial é a de dar apoio

³² Cf. COSTA, F. N. Ob, cit., p. 7.

³³ BERCOVICI, G. Infraestrutura e desenvolvimento. In: BERCOVICI, G.; VALIM, R. (Coords.). **Elementos de Direito da Infraestrutura**. São Paulo: Contracorrente, 2015, pp. 17-18.

³⁴ Cf. BERCOVICI, G. Ob, cit., pp. 17-18.

³⁵ Cf. BERCOVICI, G. Ob, cit., pp. 19-24.

às atividades do setor produtivo, englobando os setores de rodovias, ferrovias, portos, aeroportos, energia elétrica, petróleo e gás natural, biocombustíveis e telecomunicações.³⁶ Para os efeitos do presente estudo e sob o ponto de vista econômico, serão utilizados ambos os conceitos de infraestrutura desenvolvido pelo instituto.

Além de possuir uma função integrativa, tanto em relação a diversas regiões do Estado brasileiro quanto em relação ao acesso de vários agentes econômicos ao mercado,³⁷ segundo Massonetto, a infraestrutura pode também ser definida como um capital social fixo que integra o capital global da estrutura econômica. Relacionando-se com o capital industrial, ela tem a propriedade de aumentar a produtividade dos fatores, valorizando-os, e, assim, gerar desenvolvimento por meio do aumento da acumulação privada de capital, a despeito de ser um capital social, e das taxas de retorno.³⁸

Como a infraestrutura envolve um longo prazo de maturação, o seu financiamento encerra dificuldades, principalmente no plano interno. Este problema deve ser encarado pelo Direito Econômico, o qual deve fornecer uma conexão adequada entre a regulação das atividades econômicas e a criação de *funding* para o financiamento de longo prazo para toda a atividade, em específico a que envolve projetos de infraestrutura. Esta função, por sua vez, não pode prescindir do papel ativo do Estado, sem o qual a ação descentralizada dos agentes econômicos se torna ineficiente, como afirmado.

Sendo assim, a ligação entre capital financeiro e ação estatal para a formação de capital fixo no longo prazo deve ser comprometida não apenas com este fator temporal, mas com a necessidade de estabilizar os diversos interesses envolvidos na implantação de determinada infraestrutura, representados por diversos agentes econômicos que disponham seu capital e que esperam determinados retornos em diversos prazos, ou seja, que tenham um tempo de rotação de capital diferente. Ou seja, o próprio financiamento da infraestrutura está ligado à ideia de crédito, que é o fator ligado à expansão dos diversos tipos de capital. Na realidade, como será demonstrando adiante, o próprio crédito pode ser encarado como infraestrutura da atividade econômica.

A conexão entre infraestrutura e crédito no financiamento de longo prazo é, desta forma, mais do que evidente. Indo além, também é clara a ligação entre Estado,

³⁶ IPEA - INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Introdução. **Infraestrutura Econômica no Brasil: diagnósticos e perspectivas para 2025**. Livro 6, vol. 1, Brasília, 2010. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/livros/livros/Livro_InfraestruturaSocial_voll.pdf>

Acesso em: 23 jan. 2014, pp. 15-16.

³⁷ Cf. BERCOVICI, G. Ob. cit., p. 26.

³⁸ MASSONETTO, L. F. Aspectos macrojurídicos do financiamento da infraestrutura. In: BERCOVICI, G.; VALIM, R. (Coords.). **Elementos de Direito da Infraestrutura**. São Paulo: Contracorrente, 2015, pp. 35-38.

planejamento, infraestrutura, crédito e desenvolvimento, que se interdependem. Cabe ao Estado, por meio de arranjos jurídicos e planejamento, estabelecer alternativas institucionais que façam a conexão entre a produção e o sistema de crédito, dado que este último desempenha uma função central na estabilização desta trama de interações entre muitos agentes com interesses diversos.³⁹

Uma dificuldade específica enfrentada pelo Estado brasileiro perpassa pela ausência de um núcleo endógeno de financiamento público e privado nacional capaz de realizar esta conexão sem passar pelo endividamento externo. A regra geral do endividamento no Brasil, nos últimos 30 anos, foi o endividamento externo, o que sempre gerou repercussões no endividamento interno. Aumentam-se os juros e se restringe o crédito líquido interno para atrair o capital externo por meio da emissão de dívida pública com prazos cada vez mais curtos, o que acaba indexando esta dívida ao câmbio até a ocorrência de uma crise cambial, que desestabiliza todo o sistema. O fracasso do financiamento via capital externo já foi sentido durante o II PND e nas diversas crises enfrentadas pelo Estado nacional.⁴⁰

Os bancos privados brasileiros, que poderiam realizar o financiamento da infraestrutura, comportam-se muitas vezes como parasitas do Estado e beneficiários da inflação, devido à ausência de um capitalismo endógeno.⁴¹ Isto se reflete nos altos juros cobrados por esta alternativa de financiamento da infraestrutura.

Segundo Maria da Conceição Tavares, a ausência de um núcleo endógeno de financiamento público e privado nacional estaria centrada na falta de instituições públicas e privadas capazes de garantir endogenamente a intermediação financeira do potencial de poupança, impedindo a sua esterilização pelo capital financeiro. Ainda, a precariedade estrutural de articulação entre o capital e o financiamento público ou privado nacionais é demonstrada pela socialização dos prejuízos decorrentes da inflação e destruição das finanças públicas após cada ciclo de crise dos negócios. O endividamento interno do setor público serve de lastro ao endividamento externo das empresas e bancos, principalmente

³⁹ Sobre uma visão marxista dos papéis do sistema de crédito, ver HARVEY, D. **Cidades Rebeldes – do Direito à Cidade à Revolução Urbana**. São Paulo: Martins Fontes, 2014. Segundo o autor, o crédito (i) equaliza o lucro ao facilitar o fluxo do capital monetário entre setores diversos, (ii) reduz os custos de circulação e reduz o tempo de rotação do capital, facilitando sua aceleração, e (iii) centraliza o capital ao permitir a expansão de escala de empresas privadas ou privatizando empresas públicas.

⁴⁰ TAVARES, M. C. Império, território e dinheiro In: FIORI, J. L. **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, 1999. (Coleção Zero à esquerda).

⁴¹ Cf. TAVARES, M. C. Ob, cit.

por meio da sobrevalorização periódica do câmbio e da entrada de capitais especulativos.⁴²

A classe burguesa brasileira depende das finanças públicas e das benesses do Estado na distribuição dos fundos públicos, não possuindo qualquer independência. Sem a existência de forças políticas internas que mudem o pacto político em outra direção, a tendência é que se continue em um ambiente de deterioração, principalmente devido à inserção subordinada brasileira na globalização financeira, que não permite a substituição dos credores privados.⁴³

Em vista disso, a criação de alternativas institucionais e arranjos jurídicos por meio do planejamento que vincule a atividade financeira do Estado brasileiro capaz de realizar a conexão entre a formação bruta de capital fixo e o sistema de crédito é condição essencial para o desenvolvimento. A estabilização, por meio do crédito, das interações entre os agentes envolvidos no processo de financiamento de longo prazo, criando-se um núcleo endógeno para tanto, eliminaria a necessidade de se passar pelo endividamento externo, evitando-se a destruição das finanças públicas após cada ciclo de crise financeira internacional e se preservando o crescimento da infraestrutura nacional.

E os arranjos jurídicos voltados ao desenvolvimento da infraestrutura, que atribuem a forma jurídica do *funding* de financiamento de longo prazo nacional, esta considerada um arranjo complexo mediado por normas, são fornecidos pelo Direito Econômico e pelo Direito Financeiro, principalmente. As debêntures de infraestrutura estão inseridas exatamente neste tipo de arranjo, sendo sua análise no período selecionado relevante para a verificação da efetividade deste instrumento jurídico no incentivo de núcleo endógeno de financiamento, ou seja, na utilização do mercado de capitais interno, que não seja exclusivamente dependente do capital externo.

2.4 DIREITO ECONÔMICO E DIREITO FINANCEIRO COMO INSTRUMENTOS DE POLÍTICA ECONÔMICA VOLTADA AO SUBDESENVOLVIMENTO: ABORDAGENS MACROJURÍDICA E MICROJURÍDICA

No Direito Econômico e no Direito Financeiro, os instrumentos jurídicos ligados às disciplinas monetária, creditícia e cambial, no que tange à implementação das políticas públicas ligadas à infraestrutura e, ainda, sob a ótica da ordem econômica estabelecida constitucionalmente, têm papel fundamental, pois buscam reger a atuação dos agentes que

⁴² Cf. TAVARES, M. C. Ob, cit.

⁴³ Cf. TAVARES, M. C. Ob, cit.

atuam diretamente com os fluxos monetários, com o funcionamento do câmbio ou com o crédito financeiro.

Neste sentido, o papel do fenômeno jurídico, aqui lido à luz do Direito Econômico e do Direito Financeiro, é atuar nas estruturas do sistema econômico e social de acordo com a ordem constitucional, de modo a transformá-los em mecanismos capazes de buscar o desenvolvimento por meio de critérios interpretativos e instrumentos jurídicos.

Com efeito, como estes ramos do Direito possuem uma racionalidade ligada à ordenação dos processos econômicos e da organização jurídica dos espaços de acumulação de riqueza, tendo por objeto as formas e meios de apropriação do excedente e seus reflexos na organização da dominação social, o aperfeiçoamento do seu papel elucidada o próprio modo de atuação do Estado nas estruturas do sistema econômico e social, para transformá-los e, assim, superar o subdesenvolvimento. Isto é, o Direito Econômico e Direito Financeiro servem como instrumentos de política econômica para a atuação estatal nesta direção.

Todavia, estes instrumentos devem ser analisados por uma ótica ampla, que envolva o sistema financeiro e a atuação dos agentes econômicos de forma estrutural e não individual, considerando a própria organização jurídica dos espaços de acumulação de riqueza, que em países periféricos possui particularidades, como a necessidade histórica da atuação do Estado como agente preponderante.

Além disto, tratando-se da análise de um instrumento jurídico de intervenção do Estado no domínio econômico, como a formação de *funding* de financiamento de longo prazo por meio das debêntures de infraestrutura, deve-se perquirir a solução de diversas questões relacionadas à multiplicidade de ciências envolvidas que se interpenetram em relação ao tema, tais como a econômica e a jurídica, e que buscam a apreensão do real, o qual, no caso, seria o déficit de infraestrutura em países periféricos e o seu incentivo para superar o subdesenvolvimento.

Tendo isso em mente, uma dificuldade que se impõe é a realização da análise em diversos contextos históricos para evitar que se caia em um incrementalismo institucional e, com isso, considerar uma equivocada evolução linear da história. O Direito não é forma exclusiva de emancipação e acompanha a mudança do capitalismo contemporâneo, devendo-se efetuar a apreciação de acordo com esta perspectiva. E existem diversas alternativas institucionais de organização financeira, sendo que uma delas se adapta melhor à realidade nacional de acordo com fases históricas e conjunturas econômicas.

Por conta disso, para ser efetuada uma análise do papel do Direito no

financiamento da infraestrutura no longo prazo, especialmente do direito positivo expresso em instrumentos jurídicos como as debêntures de infraestrutura, faz-se necessária uma abordagem histórico-funcional ligada ao processo de acumulação de capital para a formação bruta de capital fixo. Isto, conforme já afirmado, pressupõe ir além de análises individuais dos agentes econômicos.

A atividade econômica deve ser considerada de modo sistêmico, articulando-se as estruturas financeiras, como os mercados e instituições de crédito, a estrutura da acumulação em si mesma, expressa no capital produtivo, e os recursos que compõem o capital que será colocado à disposição dos tomadores de crédito, também entendido como capital mercadoria. Como tais estruturas possuem diferentes temporalidades, o Direito tem o papel de criar condições de ajuste e estabilização entre elas, o que demanda uma compreensão macrojurídica⁴⁴ ligada à discussão política do papel do Estado no processo de reprodução do capital.⁴⁵

Para tanto, pressupostos metodológicos propostos por Luís Fernando Massonetto se tornam pertinentes: a perspectiva macrojurídica da regulação da atividade econômica, o abandono da falsa dicotomia Estado-indivíduo como fundamento do Direito Econômico e a regulação da atividade financeira do Estado como elemento principal da estabilização da ordem econômica.

A perspectiva macrojurídica da regulação da atividade econômica, como dito, trata dos interesses agregados do processo de reprodução do capital. Dessa maneira, o Direito Econômico abarca toda a atividade econômica como objeto de regulação, não apenas o sujeito de direito individualmente considerado que dela participa. Adota-se a dimensão integradora dos ciclos de capital monetário, produtivo e mercadoria, em que o Estado sustenta o processo de valorização do capital e o Direito Econômico articula a relação entre esses ciclos. Transpõe-se a análise da organização jurídica de uma unidade produtiva de valor para a análise da articulação de uma cadeia produtiva de valor.

⁴⁴ Sobre o enfoque macrojurídico do Direito Econômico ver GRAU, E. R., Ob, cit., pp. 26-31, e FONSECA, J. B. L. **Direito Econômico**. 5a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007. Este último afirma que a perspectiva do Direito Econômico está intimamente ligada à perspectiva macroeconômica, onde os agentes encarregados pela política econômica, incluído o Estado, consideram o alcance coletivo e não apenas individual das medidas de política pública adotadas. As normas jurídicas positivadas ordenadoras da economia sob essa visão sistêmica têm como objetivo principal o direcionamento da macroeconomia por meio de decisões que estabelecem regras, sejam elas de qualquer natureza jurídica, a partir dos fenômenos e processos econômicos agregados, transcendendo os limites do interesse individual e adquirindo um caráter supraindividual ligado ao conjunto dos interesses nacionais. Diferentemente, as normas vistas sob o aspecto microjurídico, ligadas às relações microjurídicas, são aquelas que se concretizam entre indivíduos, grupos de indivíduos ou pessoas jurídicas, cujo objetivo é a composição de interesses predominantemente privados.

⁴⁵ Cf. MASSONETTO, L. F., Ob, cit., pp. 27-29.

Diferentemente, a visão microjurídica do Direito Econômico trata de uma atividade econômica específica, como dito, de uma unidade produtiva de valor de uso, fornecendo os instrumentos jurídicos disciplinadores das condições de acesso ao capital produtivo (sistemas de incentivo e regulações de acesso), de estabilização intertemporal da produção (crédito e estabilidade na regulação de fatores) e da realização do lucro (crédito ao consumidor, estímulo à demanda).⁴⁶

O abandono da falsa dicotomia Estado-indivíduo como fundamento do Direito Econômico, ligado à doutrina liberal, está também intimamente ligado ao primeiro pressuposto. É que esta ideia, além de não possuir historicidade, ainda implica considerar individualmente os agentes econômicos, gerando problemas que não possuem resposta factível sob o prisma de uma estrutura econômica complexa, como o da tradicional separação entre espaços de atuação preponderante público ou privado na ordem econômica.⁴⁷

Adotando-se estes pressupostos, a análise da articulação de uma cadeia produtiva de valor, composta por diversos ciclos com temporalidades diversas, objeto da visão macrojurídica do Direito Econômico, enfrenta problemas, uma vez que cada ciclo possui singularidades no desenvolvimento da sua atividade de reprodução (capital comercial, bancário, produtivo, monetário e mercadoria), tais como o tempo de rotação utilizado para a extração da mais-valia ou o tamanho da taxa de juros e a quantidade de capital monetário utilizado. Enfrentar esses problemas em direção à estabilização do processo de acumulação, principalmente em longo prazo, exige uma capacidade exógena a todo processo (pois tal capacidade não é endógena), que reponha periodicamente as condições para a reprodução de capital em diversas formas e temporalidades. Esta forma exógena, exatamente, é a representada pelo Estado e pelos instrumentos jurídicos.

Partindo-se de uma análise quantitativa deste processo de estabilização por meio do Direito, emerge um Direito Econômico aplicado. Conforme ensina Fábio Konder Comparato, esta orientação do Direito supõe as categorias situadas na teoria geral do direito privado ou do direito público, sendo sua autonomia dada pela finalidade de traduzir normativamente os instrumentos de política econômica do Estado, o que o torna ainda indispensável para o estudo sistemático de temas que não se encaixam nos esquemas tradicionais.⁴⁸ A ordem econômica mesma reclama uma análise funcional e não meramente

⁴⁶ Cf. MASSONETTO, L. F., Ob, cit., pp. 32-34.

⁴⁷ Cf. MASSONETTO, L. F., Ob, cit., pp. 32-34.

⁴⁸ COMPARATO, F. K. O indispensável Direito econômico, **Revista dos Tribunais**, vol. 353, 1965.

dogmática, desde que empreendida de maneira crítica.⁴⁹

O estudo da regulação pública da economia exige uma abordagem aplicada e funcionalista voltada aos ajustes entre os instrumentos jurídicos e o fim público. Quer se dizer com isso que a natureza e o objeto do Direito econômico e do Direito Financeiro devem ser entendidas por uma perspectiva funcional do Direito. A dogmática jurídica dos instrumentos destes ramos deve fazer sentido pela finalidade pela qual foi criada. O próprio Direito Econômico se origina como forma de emancipação de visões formalistas do pensamento jurídico para suprir demandas concretas do início do século XX.⁵⁰

A averiguação de como o instrumento jurídico é utilizado dentro da política econômica, no caso as debêntures de infraestrutura, do que ele é composto, o porquê dos argumentos justificadores e quais as consequências desta atuação, inserida em uma perspectiva que conjugue a visão macrojurídica e a microjurídica, é condição, portanto, para a análise da função desempenhada pelas debêntures de infraestrutura entre os anos de 2011 e 2016, inclusive quanto sua utilização como ferramenta jurídica eficaz para a estabilização do processo de acumulação no financiamento de longo prazo da infraestrutura brasileira.

3 ATIVIDADE FINANCEIRA DO ESTADO E O CRÉDITO NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO BRASILEIRO

3.1 ATUAÇÃO DO ESTADO E IMPORTÂNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO PARA O DESENVOLVIMENTO

Muito ainda se discute sobre a necessidade de atuação do Estado no sistema financeiro. Críticas são levantadas até sobre a possibilidade desta intervenção ou da justificativa para tanto. Para tratar da questão, que, obviamente, importa para o financiamento de longo prazo, faz-se necessário apontar a relevância da atividade financeira para um país, antes de tratar propriamente da atuação do Estado.

Sem o financiamento, a atividade empresarial fica tolhida de atingir seu potencial ou mesmo de existir. Schumpeter afirmava em sua teoria do desenvolvimento econômico

⁴⁹ GRAU, E. R. A ordem econômica na Constituição de 1988. 14 ed. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 13.

⁵⁰ BERCOVICI, G. O ainda indispensável direito econômico. BENEVIDES, M. V. de M.; BERCOVICI, G.; MELO, C. (Org.). **Direitos humanos, democracia e república: homenagem a Fábio Konder Comparato**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 504.

que o crédito ou o financiamento é fundamentalmente necessário para a realização de novas combinações pelas quais o empresário realiza inovação.⁵¹ E, para ter sentido econômico, a taxa de juros do financiamento exigida pelos que oferecem o crédito deve ser menor que a taxa de lucro esperada pelos tomadores de empréstimo em suas atividades econômicas.

O que é de difícil apreensão é o inverso, quando o financiamento gera subdesenvolvimento. E tanto o financiamento externo quanto o interno podem desempenhar esse papel. O primeiro, quando os recursos emprestados para um país forem desviados de foco para o consumo ao invés de infraestrutura. O segundo, da mesma forma, quando for mal escolhido determinado projeto ou quando os recursos forem desperdiçados. A estratégia equivocada de se considerar que países em desenvolvimento poderiam mudar de patamar com o uso de “poupança externa” pode ser citada como exemplo de financiamento externo que gerou subdesenvolvimento.⁵²

De qualquer forma, a evolução da estrutura econômica de uma sociedade depende da geração de riquezas que excedam suas necessidades básicas ligadas ao consumo e à reposição dos meios de produção, devendo o excedente ser investido produtivamente. Todavia, esse investimento não é feito de modo automático, dada a multiplicidade de interesses dos agentes econômicos, tais como as expectativas de agentes superavitários com a carência de capital para investimento.

Os mecanismos financeiros, como moeda e crédito, permitem que seja realizada a coordenação entre estes interesses.⁵³ O crédito, especificamente, permite a incorporação de bens e recursos ainda não efetivamente produzidos ao universo de bens e recursos presentes.⁵⁴ E a reunião de agentes públicos e privados que realizam a intermediação e coordenação destes interesses ocorre dentro do sistema financeiro,⁵⁵ tornando-o peça

⁵¹ SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982, pp. 50-51.

⁵² BRESSER-PEREIRA, L. C. Financiamento para o subdesenvolvimento: o Brasil e o Segundo Consenso de Washington. CASTRO, A. C. (Org.). **Desenvolvimento em Debate: Painéis do Desenvolvimento Brasileiro I**, v. 2, pp. 359-398, 2002, pp. 1-2.

⁵³ MENDONÇA, P. A. F. **Intervenção do Estado brasileiro no setor financeiro: estudo sobre o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social**. 2005. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 34.

⁵⁴ CHIARA, J. T. Instituições financeiras. **Enciclopédia Saraiva do Direito**. Vol. 45. São Paulo: Saraiva, 1977, p. 47.

⁵⁵ Segundo a CVM, “O sistema financeiro pode ser definido como o conjunto de instituições, produtos e instrumentos que viabiliza a transferência de recursos ou ativos financeiros entre os agentes superavitários (poupadores) e os agentes deficitários (tomadores) da economia. O Sistema Financeiro Nacional é segmentado em quatro grandes “mercados”, que são: mercado monetário, mercado de crédito, mercado de capitais e mercado de câmbio. CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Portal do Investidor**, Primeiros Passos. 2017. Disponível em <

fundamental em um sistema capitalista marcado pela descentralização das decisões econômicas.

Conquanto seja inegável a relação entre a ciência econômica e o tema do financiamento de longo prazo, a análise de formação do *funding* para esta finalidade não pode prescindir da teoria jurídica, uma vez que a atividade financeira do Estado expressa na regulação do crédito possui expressão jurídico-política. Com isto se quer afirmar que esta atividade deve estar necessariamente em conformidade com os valores jurídicos que orientam a elaboração de políticas públicas para realocar o capital disponível em direção ao setor de infraestrutura. Em outras palavras, a regulação do setor financeiro deve obedecer aos valores expressos na Constituição Econômica, que, inclusive, podem justificar a própria interferência do Estado no setor financeiro.

Segundo Ianni, o desenvolvimento do capitalismo não se constitui unicamente no processo de acumulação privada de capital de forma autônoma pelos empresários na organização dos meios de produção, mas também pela ação estatal na organização das forças produtivas ao garantir o reinvestimento do excedente econômico.⁵⁶ Assim sendo, a verificação de como o Estado regula o setor de crédito pode explicitar as formas de interação entre as relações de dominação no processo social de produção e acumulação econômica privadas, as quais servem de justificativa para a intervenção estatal.

Se a utilização do fundo público como padrão de financiamento da expansão capitalista brasileira é o pilar da própria organização político-econômica e tem como pressuposto a socialização dos custos de produção,⁵⁷ a regulação do crédito, mesmo que unicamente privado, pode evidenciar outras formas desta distribuição de recursos. Isto não quer dizer que a utilização de um fundo público não seja estrutural ao capitalismo. Pelo contrário. Essa feição estrutural advém da liberação de recursos para a reprodução da força de trabalho de um lado e para a acumulação privada de capitais de outro. Sua essencialidade não é posta em xeque nem pelo pensamento neoliberal que, na realidade, propugna apenas a destruição de sua regulação como a supressão das alteridades entre os agentes econômicos e sociais.⁵⁸ A regulação do mercado de crédito por meio das debêntures evidencia a ordenação destes agentes, mas, o seu caráter incentivado, com isenção de cobrança de impostos, evidencia ainda a utilização de fundo público para o

http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Entendendo_mercado_valores.html>

⁵⁶ IANNI, O. **Estado e planejamento econômico no Brasil**. 4. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1986, p. 18.

⁵⁷ Cf. MENDONÇA, P. A. F., Ob, cit., pp. 12-13.

⁵⁸ OLIVEIRA, F. **Os Direitos do Antivalor – A Economia política da hegemonia imperfeita**. Petrópolis: Vozes, 1998.

financiamento de longo prazo.

Além de a atuação do Estado ser pressuposto do sistema financeiro, regulando-o ou atuando diretamente, a indagação que também se coloca seria a medida desta atuação. Esta questão não envolve aspectos técnicos, mas questões políticas e ideológicas ligadas à apropriação do fundo público e ao direcionamento adequado dos recursos de uma sociedade. Não cabe à presente tese efetuar um resumo destas orientações ideológicas, que vão desde os ortodoxos a heterodoxos, passa pelas teorias das falhas de mercado e pelos keynesianos, institucionalista e desenvolvimentista. Inclusive, parte desta explanação já foi realizada na parte anterior deste trabalho.⁵⁹ Importa dizer apenas que elas não serão deixadas de lado quando efetuadas as análises da regulação do mercado de capitais.

Questiona-se, antes, qual a justificativa da intervenção do Estado no mercado financeiro, mesmo sabendo da sua essencialidade na formação do sistema. A Constituição Federal de 1988 estabelece no parágrafo único do artigo 170 que é assegurado o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização, salvo os casos previstos em lei. Ainda, no artigo 192, a Carta Magna proibiu que instituições bancárias participassem de outras atividades que não as relacionadas à própria atividade bancária. As razões desta interferência do Estado no sistema financeiro por meio do Banco Central e outras regulamentações seriam: ameaça de uma corrida bancária que gerasse um colapso no sistema de crédito e oferta de moeda, afetando a estabilidade econômica; garantia de eficiência e eficácia, equidade e estabilidade do sistema e; estabilidade da moeda. Desta forma, a legitimidade para intervenção do Estado no âmbito financeiro decorre dessa necessidade de estabilização do sistema.⁶⁰

Mais especificamente, o afastamento do Estado da atividade financeira se revelou deletério para o equilíbrio estrutural da economia, como se verificou nas diversas crises econômicas ocorridas no século XX e no XXI. Assim, afastando-se deste ideal liberal, o Estado passa a ser fundamental na organização do sistema financeiro no sentido de finalidades predeterminadas. Desta outra forma, a principal justificativa que fundamenta a intervenção é assegurar que os mecanismos de intermediação financeira, como a moeda e o crédito, coordenem-se para garantir os recursos necessários à condução da atividade

⁵⁹ Para uma apanhado das diversas teorias acerca da atuação estatal no crédito sob a perspectiva ideológica, ver SARAI, L. **Crédito, Estado e desenvolvimento: o direcionamento federal do crédito pela perspectiva do Direito Econômico**. 2017. 367 f. Tese (Doutorado). Universidade Presbiteriana Mackenzie, Faculdade de Direito, São Paulo, 2017, pp. 276-307.

⁶⁰ SAADI, J. Regulação no Mercado Financeiro: justificativa para intervenção ou autoregulação?. In: GORGA, É.; PELA, J. K. (Coords.). **Estudos avançados de direito empresarial: contratos, direito societário e bancário**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p. 138.

produtiva de modo a se evitar crises sistêmicas.⁶¹

John Maynard Keynes forneceu a teorização necessária para garantir esta justificativa ao atribuir função do Estado no setor financeiro como forma de regular a instabilidade econômica causada pela subjetividade das decisões particulares, a qual possui certa ciclicidade e é intrínseca ao equilíbrio instável entre produtores e consumidores. Portanto, o autor propõe que o Estado regule, complemente ou substitua a ação financeira destes agentes por meio da utilização de moeda e crédito em direção ao pleno emprego dos meios de produção.⁶²

Portanto, a justificativa para a regulação do mercado financeiro se baseou, historicamente, na tentativa de se evitar crises que afetassem o sistema e gerassem uma reação em cadeia na economia como na crise de 1929. Não decorreu inicialmente de um planejamento racional, apesar desta justificativa também existir e ser muito utilizada após esta crise moldando políticas públicas de naturezas diversas, como a monetária e a creditícia, principalmente na esteira da doutrina keynesiana relacionada aos investimentos públicos. E ainda pode ser ressaltada como motivo de oposição à autoregulação do mercado financeiro.

Hoje, outra justificativa para a regulação diz respeito à necessidade de melhorar os resultados do mercado, suprimindo-lhe suas falhas, especialmente quando estas não permitam o alcance de um interesse público maior, ainda que não exista um mercado plenamente definido, como no caso dos bens coletivos. A intervenção no setor financeiro, propriamente dito, segundo Roberto Troster, deve ter por objetivo sanar falhas para maximizar três tipos de eficiência: a estrutural, ligada à uma visão maior em nível agregado, como a macrojurídica; a alocativa, direcionada às funções do sistema financeiro e; à interna ou da utilização de recursos.⁶³

Esta maior justificativa de sanar falhas de mercado⁶⁴ em direção à eficiência serve de base para outras motivações, tais como eliminar a influência de grupos de pressão sobre indústrias reguladas ou combater monopólios. No mercado financeiro, o principal bem a ser protegido é a confiança dos agentes econômicos poupadores nas instituições

⁶¹ Cf. MENDONÇA, P. A. F., Ob, cit., p. 36.

⁶² KEYNES, J. M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Atlas, 1982, pp. 113-251.

⁶³ TROSTER, R. **Regulação prudencial dos bancos**. 1995. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1995.

⁶⁴ Sobre uma ampla literatura acerca da regulação que leve em consideração especificamente os aspectos institucionais sobre as falhas de mercado, ver VEIGA DA ROCHA, J. P. C. **A capacidade normativa de conjuntura no Direito Econômico: o déficit democrático da regulação financeira**. 2004. 204 f. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, Departamento de Direito Econômico, São Paulo, 2004, pp. 36-64.

expressa na sua fidúcia, na moeda, e na certeza de execução de títulos de crédito.

Considerada esta justificativa e necessidade, a forma de participação do Estado no setor financeiro pode ser encarada como intervenção sob o domínio econômico por direção ou por indução, quando a edição de normas visa induzir a ação dos agentes privados, ou por participação, quando existe a própria constituição de instituições financeiras públicas para atuarem em regime de competição com as instituições privadas. No primeiro caso, pode-se citar a regulação de debêntures e o seu incentivo, no segundo, o BNDES. Outros autores ainda afirmam que a intervenção estatal na economia pode ocorrer de forma indireta ou direta, em que a primeira é nomeada de direito regulamentar econômico, no qual o Poder público estipula as regras do jogo para as atividades privadas, enquanto a segunda é denominada de direito econômico institucional, sendo a intervenção pública presencial e direta.⁶⁵

Levando-se em conta a classificação da atuação estatal estabelecida por Eros Roberto Grau, não existe intervenção quando há prestação do próprio serviço público, o que leva à conclusão de que a atuação estatal no campo financeiro, segundo a Constituição Econômica, deva ser considerada em sentido amplo, apenas restringida pela lei, que não configura seu pressuposto, mas seu limite. Desta forma, o Direito Constitucional Econômico instrumentaliza juridicamente a política econômica do Estado em relação ao mercado financeiro, segundo o artigo 24, I, CF,⁶⁶ permitindo aos entes federativos sobre ele legislarem. Isto é feito por meio de quatro ramificações que envolvem esta atividade: fiscalização, autorização, participações direta e indireta.⁶⁷

Após o estabelecimento da necessidade, justificativa e forma de atuação estatal, o problema que se coloca é o quanto desta atuação estatal é necessária ou como este grau de atuação se coaduna com os próprios objetivos da ordem econômica. Ambos envolvem clara feição ideológica, principalmente entre visões que propugnam maior ou menor intervenção estatal na vida social, como a neoliberal ou a socialista. Seria de todo limitante estabelecer previamente um quadro que exibisse formas gerais de quantidade de atuação estatal no setor financeiro. O que se pode fazer é sistematizar os parâmetros normativos existentes e as necessidades sociais ou econômicas relativas ao Estado brasileiro.

Como bem ressaltado por Jairo Saadi, muitas vezes, o que se pretende com as

⁶⁵ Cf. SCHAPIRO, M. G., Ob. cit., pp. 12-13.

⁶⁶ Art. 24. Compete à União, aos Estados e ao Distrito Federal legislar concorrentemente sobre: I – direito tributário, financeiro, penitenciário, econômico e urbanístico. BRASIL. Constituição (1988). Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm >. Acesso em: 05 dez. 2018.

⁶⁷ Cf. SAADI, J. , Ob. cit., pp. 139-140.

alegações de que o Estado deve supervisionar mais ou regular mais o mercado financeiro é a ampliação do seu poder de polícia em relação à conduta dos agentes financeiros do mercado. Claro que tal atuação também é realizada por meio regulamentar, mas no sentido de regulação como atos objetivos estatais declaradamente econômicos ou com efeitos econômicos inevitáveis.

O poder de polícia é, efetivamente, uma intervenção da Administração na livre ação dos particulares, quando há risco de prejuízo ao interesse coletivo, principalmente para garantir a eficiência do sistema e sua estabilidade, encontrando limites nos direitos e liberdades públicas estabelecidos na própria Constituição.⁶⁸ A regulação estaria ligada mais ao sentido de dar direção estratégica à conduta dos agentes financeiros, ligando-se mais à participação indireta do Estado, que pode se desenvolver em direção à desregulação, à re-regulação ou mesmo à autoregulação.

Esta atividade do poder concedente encontra respaldo na Lei nº 4.595/64, apesar do artigo 192 da Constituição Federal exigir uma lei complementar para regular o sistema financeiro, o que foi respaldado pela Emenda Constitucional nº 40/2003, que alterou o inciso V do artigo 163, o próprio artigo 192 e o *caput* do artigo 52 do ADCT.⁶⁹ Referida lei trouxe como principal inovação a criação de um poder normativo de conjuntura no mercado financeiro nacional.⁷⁰

A atual Constituição Federal de 1988 expressamente estabelece uma Constituição Econômica com o intuito de transformação das estruturas sociais por meio da atuação do Estado no domínio econômico, como se observa nos artigos 170 a 192, notadamente no espaço e no tempo. Neste último é que a regulação do crédito por meio de um instrumento como a debênture de infraestrutura encontra respaldo, pois a distribuição de recursos disponíveis acaba por ser diferida e realocada.

⁶⁸ Cf. SAADI, J., Ob. cit., pp. 141-142.

⁶⁹ Art. 163. Lei complementar disporá sobre: (EC nº 40/2003) I – finanças públicas; II – dívida pública externa e interna, incluída a das autarquias, fundações e demais entidades controladas pelo poder público; III – concessão de garantias pelas entidades públicas; IV – emissão e resgate de títulos da dívida pública; V – fiscalização financeira da administração pública direta e indireta; VI – operações de câmbio realizadas por órgãos e entidades da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; VII – compatibilização das funções das instituições oficiais de crédito da União, resguardadas as características e condições operacionais plenas das voltadas ao desenvolvimento regional

Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

Art. 52 (ADCT). Até que sejam fixadas as condições do art. 192, são vedados: (EC nº 40/2003). BRASIL. Constituição (1988). Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm>. Acesso em: 05 dez. 2018.

⁷⁰ DE CHIARA, J. T. Sistema Financeiro Nacional. **Enciclopédia Saraiva do Direito**. Vol. 69. São Paulo: Saraiva, 1977, p. 234.

Calixto Salomão Filho, ao falar da regulação setorial do sistema financeiro, por exemplo, como pressuposto da intervenção estatal na economia por meio do Direito Econômico, por exemplo, anota que ela se presta, primordialmente, à garantia de instituições, como a concorrência e a difusão da prestação de serviços, e o efetivo desenrolar da atividade econômica por meio de regras procedimentais de comportamento que assegurem aos agentes econômicos atuarem equilibradamente, coordenando suas relações de forma mais justa e eficiente, preservando direitos fundamentais. Tal regulação, segundo o autor, não pode ser mero instrumento de política econômica, variando conforme conjunturas econômicas e políticas, mas meio de garantia institucional, em que um conjunto normativo mínimo deve ser preservado, independentemente de tais fatores, como forma de se obter equilíbrio nas relações econômicas.⁷¹

O autor ainda pontua que, no Brasil, a concentração econômica, devido a razões históricas de sobreposição do poder econômico estrangeiro ao poder governamental, reflexo da exploração colonial, sempre foi vista como sinônimo de desenvolvimento, sendo que a industrialização também não trouxe democratização da vida econômica, pois foram os grandes exportadores que detiveram capital para investir em indústria. Nos anos 90, época de diversas privatizações, a concentração econômica aumentou por meio da oligopolização dos mercados devido à aplicação do antitruste dos países desenvolvidos e à política do BNDES, o que resultou na acentuação de concentração de riquezas e aumento da penúria social, ignorando-se os princípios institucionais em função dos ditames da política econômica então vigente. Assim, o atendimento à forma de intervencionismo propugnada pela Constituição Federal, no que se refere à regulação (artigo 174) e aos limites da política industrial (artigo 170) devem ser respeitados a fim de serem considerados como garantia institucional, não existindo, no Brasil, qualquer autorização para a aplicação da regulação exclusivamente como mero instrumento de política econômica.⁷²

Para alcançar os fins a que se destina, ou seja, para se respeitar o cumprimento da determinação constitucional, deve-se também questionar acerca dos princípios que devem servir como guia para a produção normativa. Por exemplo, questiona-se quais seriam os princípios que deveriam servir de norte para que a regulação gere a ampliação do crédito de longo prazo? Como incentivar a melhor alocação de recursos para tanto?

Jairo Saadi oferece alguns princípios, como a “preservação da responsabilidade” e

⁷¹ SALOMÃO FILHO, C. **Regulação da atividade econômica**. 2ª ed., São Paulo: Malheiros, 2008.

⁷² Cf. SALOMÃO FILHO, C., Ob. cit.

da “autoridade dos reguladores”, facilitação da inovação das atividades reguladas, principalmente devido ao caráter internacional do mercado financeiro, impedimento ou distorção da concorrência, essencialmente no mercado de crédito, e um Poder Judiciário eficiente.⁷³ Roberto Troster oferece outros nortes, como a equidade entre os agentes econômicos, sendo ela horizontal, tratando todos com características iguais de forma igual, ou vertical, dispensando tratamento proporcional ao tamanho de cada um.⁷⁴

3.2 ATIVIDADE FINANCEIRA DO ESTADO E O FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA

O Estado nacional desempenhou e desempenha função essencial como agente indutor do desenvolvimento dentro de um sistema mundial no qual o Brasil ocupa posição periférica, especialmente por meio de sua atividade financeira.

Em outras palavras, a forma de atuação contemporânea do Estado brasileiro na atividade de financiamento, principalmente quanto à formação de *funding* para infraestrutura, relaciona-se às necessidades impostas pelo capitalismo mundial em seu atual estágio, que, como visto, está em fase de expansão financeira. O Estado, desta forma, possui papel neste sistema, especialmente para a estabilização das finanças e da economia.

Estão inseridas no conceito desta atividade funções primordiais tanto ao funcionamento organizacional estatal quanto ao alcance das necessidades públicas, a exemplo da arrecadação de receitas, sua gestão, fiscalização e o seu gasto.⁷⁵ O ordenamento jurídico, neste sentido, funciona como instrumento que realiza a intermediação para o desenvolvimento de tais funções.⁷⁶

Por uma perspectiva mais ampla, que vai além da consideração da gestão e de gastos de receitas, pode-se afirmar que é a própria capacidade de intervenção do Estado na economia que está atrelada à sua atividade financeira, o que ocorre, por exemplo, pelo modo como um fundo público é constituído para determinada política, pela escolha de alocação dos recursos orçamentários e pela regulação dos créditos público e privado.⁷⁷

A regulação da atividade financeira, consideradas estas três atividades, é pressuposto do financiamento interno de longo prazo, refletindo o posicionamento do

⁷³ Cf. SAADI, J. , Ob. cit., pp. 144-146.

⁷⁴ Cf. TROSTER, R. Ob. cit.

⁷⁵ OLIVEIRA, R. F. **Curso de Direito Financeiro**. 7 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 180.

⁷⁶ BORGES, J. S. M. **Introdução ao Direito Financeiro**. São Paulo: Max Limonad, 1998, p. 27.

⁷⁷ Cf. MASSONETTO, L. F. Ob. cit., pp. 38-39.

Estado enquanto gestor político dos riscos que fazem parte do processo de acumulação do capital. E não apenas isto. Esta regulação é base da estabilização da ordem econômica constitucional, que, por sua vez, está inserida no processo sistêmico de acumulação, o qual é associado aos regimes de acumulação em escala mundial e regida pelos modos de regulação de cada jurisdição nacional. Portanto, a regulação da atividade financeira do Estado está ligada às condicionantes do processo sistêmico de acumulação.⁷⁸

Levando-se isto em conta, quando se pretende tratar do desenvolvimento de infraestrutura por meio de uma política pública de financiamento interno de longo prazo, que envolve necessariamente acumulação de capital, na formação bruta de capital fixo, por exemplo, a atividade financeira do Estado, gestor político dos riscos, deve ser considerada nuclear para sua concretização.

Em outra perspectiva, tal política pública também pode ser compreendida como uma estratégia nacional de gestão da dívida pública e não apenas como um conjunto de instrumentos financeiros isolados.

Destaca-se nesta política, a formação de um fundo público específico para financiamento da infraestrutura, o que envolve, basicamente, o direcionamento de recursos a partir da formação de dívida pública ou o direcionamento do orçamento, ambos por meio de decisões políticas.

E, apesar da dívida pública ter papel relevante, deve-se ter em mente também a existência de outros fatores que podem compor o *funding* de financiamento de longo prazo, como a regulação do sistema de crédito, o qual tem função estabilizadora das interações econômicas diante dos diversos ciclos de valorização do capital industrial.⁷⁹ Neste prisma, a regulação financeira do mercado de capitais pode ser compreendida como parte deste papel gestor estatal, incluindo-se ou não recursos públicos ao seu incentivo. A formação do *funding*, desta forma, pode ser complementada, junto ao fundo público, pela realocação do capital privado disponível em uma política de financiamento desenvolvimentista.

Entretanto, as necessidades econômicas e sociais relacionadas a esta gestão política do risco pelo Estado, por meio de sua atividade financeira, nem sempre são facilmente percebidas pelo Direito, sobretudo quando a análise parte de uma concepção

⁷⁸ Sobre os regimes de acumulação e modos de regulação ver BOYER, R. **Teoria da Regulação – Os fundamentos**. São Paulo: Estação Liberdade, 2010.

⁷⁹ Quanto à importância da dívida pública dentro do sistema de crédito ver TRINDADE, J. R. A dívida pública como Componente estrutural do Sistema de Crédito. **Revista Econômica**. Rio de Janeiro, v. 13, n. 1, pp. 94-125, jun./2011, p. 96. Segundo o autor, a dívida pública deve ter uma característica emissora com base (i) em títulos de médio prazo para desenvolver uma função mobilizadora de capital de empréstimo e (ii) em títulos de curto prazo para renovar a massa de capital fictício, que compõe o capital de empréstimo do sistema de crédito.

que leva em conta campos dogmáticos compartimentalizados que não realizam uma abordagem macrojurídica. Especificando-se a função que o Direito Econômico e o Direito Financeiro exercem no financiamento da infraestrutura de uma forma sistêmica e dinâmica, de outra forma, permite-se demonstrar a relevância que o próprio Direito tem nesse processo, bem como o grau de importância do Estado neste contexto.

O ordenamento jurídico, conforme já discorrido, funciona como instrumento que realiza a intermediação para o desenvolvimento de tais funções estatais. E, duas destas funções são, exatamente, a estabilização de expectativas com a respectiva diminuição de riscos relacionado à acumulação de capital.

Todavia, o custo entre a estabilidade do sistema jurídico e econômico e o risco que as atividades a eles relacionadas, na maioria das vezes, ocorre em detrimento de um desenvolvimento amplamente considerado,⁸⁰ o que coloca dúvidas em relação ao arcabouço constitucional e, portanto, legal, em relação a este tema.

Neste sentido, decisões políticas relacionadas à atividade financeira estatal podem ocorrer com atuação do Estado no sistema financeiro por meio do Direito, aqui representado pelo Direito Econômico e pelo Direito Financeiro, compondo estruturas institucionais que atuam nos sistemas econômico e social de modo a transformá-los, como meio de buscar o desenvolvimento.

Esta atuação estatal no domínio econômico, principalmente em relação a sua atividade financeira, instrumentalizada por sua forma jurídica, seja pela formação de um fundo público com direcionamento de recursos públicos, seja pela formação de *funding* com a realocação do capital privado disponível em uma política de financiamento desenvolvimentista, nem sempre é clara, já que seu substrato é político e ideológico, o que impede seu aperfeiçoamento.

Em ambos tipos de atuação estatal, contudo, instituições como a moeda e o crédito devem ter por escopo dirigir a ação dos entes privados e, desta forma, a amplitude de contratação para a promoção do desenvolvimento econômico e social.⁸¹

Um aspecto crítico desta atuação se relaciona à maneira de se restringir a liberdade individual. Entretanto, este problema pode ser provocado tanto pela atuação do Estado quanto pela atuação dos próprios particulares, dado que um ambiente com assimetria de poder, no qual exista um bem comum, não é ajustável apenas pelo mercado.

⁸⁰ KREGEL, J. **Entrevista ao Jornal Valor Econômico**, em 11 de janeiro de 2012.

⁸¹ DE CHIARA, José Tadeu de. Instituições financeiras. **Enciclopédia Saraiva do Direito**. Vol. 45. São Paulo: Saraiva, 1977, p. 47.

Além disto, a consecução das finalidades jurídico-econômicas, estabelecidas constitucionalmente, permite essa restrição à liberdade de contratar dos particulares.⁸²

O mercado, inclusive, pode contribuir para o desenvolvimento, mas nunca de forma autorregulável, com máxima amplitude de liberdades individuais. Inclusive, Karl Polanyi destaca que esta ideia é uma utopia e que, na realidade, é o Estado quem cria e mantém o mercado. A própria produção capitalista precisa desenvolver mecanismos de autocontenção para não entrar em colapso e degradar o corpo social. E seria o Estado, por meio de mecanismos jurídicos, que possibilitaria isso.⁸³

Apesar disto, decisões políticas nacionais desde o início do Plano Real, pelo menos, engendraram uma ruptura entre as funções historicamente delimitadas pelo Direito Financeiro e pelo Direito Econômico ante uma ideologia liberalizante, dado que a subordinação das políticas fiscais à política de estabilização monetária gerada por uma orientação neoliberal iniciada na década de 90 foi a ideia motriz de todo o sistema jurídico.

Contudo, para se alcançar o desenvolvimento em estados periféricos, faz-se relevante efetuar a reconexão entre estes dois ramos do Direito devido à necessidade de se interligar a estabilização dos processos de reprodução da acumulação de capital e a atividade financeira do Estado para o desenvolvimento de uma política pública de financiamento interno de longo prazo, o que envolve uma estrutura institucional adequada.

3.3 INSTITUIÇÕES ENVOLVIDAS NO PROCESSO DE FINANCIAMENTO

A busca do desenvolvimento abrange a construção de uma estrutura institucional adequada, o que envolve a identificação de quais instituições, jurídicas ou não, estão envolvidas no financiamento de longo prazo e quais atuam nos sistemas econômico e social, compondo a atividade financeira estatal.

Antes de se adentrar no tema sobre instituições, deve-se fazer uma ressalva. Elas não serão abordadas como na forma propugnada pela Análise Econômica do Direito, conforme definido previamente na metodologia, principalmente pela impertinência que seu individualismo metodológico teria para o presente tema. Isto não quer dizer que o termo “instituição” não possa ser utilizado, inclusive, com algumas definições de autores institucionalistas. Deve-se apenas ter em mente que elas estão inseridas em determinado

⁸² Cf. MENDONÇA, P. A. F., Ob, cit., p. 50.

⁸³ POLANYI, K. **A grande transformação: as origens de nossa época**. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier, 2000.

contexto social e histórico, influenciando-os e sendo formadas por eles.

A sociologia econômica enfatiza esta posição, afirmando que as instituições, dentre elas o Direito, não são externas ao ambiente social. Os mecanismos de coordenação econômica por meio do Direito são construídos socialmente, estão incrustados no tecido social, o que as desvincula apenas do aspecto restrito da eficiência.⁸⁴

Também não se questiona se as instituições importam para o desenvolvimento, mesmo se tendo por base que existe um debate teórico acerca do tema entre teorias institucionalistas, representadas pela Nova Economia Institucional (NEI), e algumas consideradas não institucionalistas, como as teorias da dependência, neoliberal, crescimento endógeno, culturais e geográficas.⁸⁵ Fato é que estas últimas consideram o vetor instituição como relevante para o desenvolvimento, mesmo que de forma indireta.

A principal diferença na abordagem das instituições sob o enfoque histórico-estrutural, adotado na presente tese, e sob o enfoque da NEI, estaria no fato de que o primeiro leva em consideração a inserção das instituições em um sistema mundo hierarquizado, ou seja, as instituições de determinado país periférico são influenciadas e muitas vezes dependentes dos países centrais, o que não ocorre na segunda abordagem, onde, apesar de se considerar as condições históricas locais, as instituições são colocadas como iguais a todos os países.

Assim, considerar-se-á apenas que elas realmente importam para o desenvolvimento, apesar de se levar em conta sua mutação de acordo com o tempo e espaço, especialmente no tocante ao acesso ao capital financeiro no capitalismo contemporâneo, que se desloca facilmente entre países de acordo com o ambiente institucional mais dependente ou não dos países centrais.

Douglas North registra que as instituições formam as estruturas de incentivo da sociedade, compondo as “regras do jogo”, sendo que as instituições políticas e econômicas determinam a performance econômica e, portanto, o desenvolvimento. Além disto, o autor acredita ser o fator “tempo” fundamental para a sua determinação, representando a dimensão em que o processo de aprendizagem dos seres humanos se formata de acordo com as mudanças sociais e não apenas de acordo com a vontade de um único indivíduo. As organizações seriam os “jogadores” e compostas por grupos de indivíduos com um objetivo comum, expressas em corporações políticas (partidos, Senado, agências, etc.),

⁸⁴ Cf. POLANYI, K. Ob, cit.

⁸⁵ TREBILCOCK, Michael J.; MOTA PRADO, Mariana. **What makes poor countries poor? Institutional determinants of development**. New York: Edward Elgar Publishing, 2012.

econômicas (firmas, sindicatos, etc...) e sociais (igreja, clubes, associações, etc...).⁸⁶

As instituições, nesse sentido, são limitações humanamente projetadas às interações sociais, podendo ser formais, como as leis ou como os códigos morais de conduta, ambas com a característica da obrigatoriedade. Seria exatamente a conjunção destas limitações adicionadas às características de sua coercibilidade, providas pelo sistema judicial, que determinaria os custos de transação e transformação adicionados ao custo de produção.⁸⁷ O autor, ainda, relaciona-as ao sistema cognitivo humano no qual elas representariam o mecanismo individual mental externo criado para estruturar e ordenar o ambiente, onde se pode perceber a real influência da criação dos limites formais ou informais e de sua mudança no decorrer do tempo.

Na realidade, o termo instituição é extremamente ambíguo. Esta ambiguidade seria inefetiva do ponto de vista jurídico, pois, além, do ordenamento, juristas tendem a não considerar outras instituições como “regras do jogo”. A definição de North é tão ampla, que pode abarcar quase qualquer elemento. Entretanto, considerando-se a instituição como um elemento mais “estável” do que outras formas de regras formais e informais e que podem contribuir para o desenvolvimento por meio do financiamento de longo prazo, estabelecer-se-á um recorte nesta definição.

Para os propósitos aqui delineados, as instituições serão entendidas sob dois primas. Um considerado sob a ótica subjetiva, como as organizações formais e informais que são legitimadas por uma sociedade para elaborar, administrar e fazer cumprir leis e políticas públicas.⁸⁸ Outro ligado ao fator de relevância e estabilidade como elemento conformador necessário para o funcionamento de determinado sistema, como a moeda, o crédito ou a garantia da ordem concorrencial e a proteção aos direitos fundamentais.

Sob este último aspecto, a diferenciação ganha relevância quando se compara o que se considera como uma regulação ligada às garantias institucionais, entendidas como um conjunto normativo mínimo a ser preservado, independentemente de conjunturas econômicas e políticas como forma de se obter equilíbrio nas relações econômicas, e instrumentos de política econômica, tais como a regulação que varia conforme conjunturas econômicas e políticas e se presta a instrumentalizar o desenvolvimento econômico de forma mais conjuntural e subjetivista, buscando-se restritamente a eficiência em

⁸⁶ NORTH, D. C. Economic Performance Through Time. **The American Economic Review**, Jun. 1994, pp. 359-360.

⁸⁷ Cf. NORTH, D. C. Ob, cit., p. 360.

⁸⁸ Cf. TREBILCOCK, M, J.; MOTA PRADO, M. Ob, cit., pp. 27-28.

determinado contexto, por exemplo.⁸⁹

Outra dificuldade que se coloca neste ponto seria justamente qual tipo de instituição importa para o desenvolvimento, uma vez que elas estão relacionadas aos incentivos econômicos de acordo com o formato estabelecido. Isto, principalmente porque muito da literatura atual concluiu que fatores locais específicos determinam o funcionamento mais eficiente de determinadas instituições que são transportadas para outros contextos, ou seja, existe uma conclusão no sentido de que o formato institucional depende do contexto onde é implementado.

Nesse liame, verificou-se claramente que o formato *one-size-fits-all* é inadequado, especialmente em países em desenvolvimento.⁹⁰ Definir-las também é extremamente relevante por permitir que se elucide quais racionalizações econômicas e políticas estão subjacentes ao processo de financiamento de infraestrutura e como o Direito as acompanha.

O tipo de instituição que importa para o desenvolvimento nacional no tocante ao setor financeiro deve estar relacionado à redução dos riscos e à criação de um estado de confiança, que permita a estabilização do projeto de infraestrutura no longo prazo. A estabilidade é fundamental para que os participantes do projeto de infraestrutura possam transformar suas incertezas em algo mensurável, como o risco, fato fundamental para impulsionar negócios de longo prazo. Este é o fator econômico que lhe diz respeito.

Assim, sob a perspectiva macrojurídica, que trata dos interesses agregados do processo de reprodução do capital, os instrumentos devem ser orientados para a estabilização do projeto no longo prazo, repartindo os riscos entre os agentes que dele participam, o que permite sua execução. Dentro desta ideia, os riscos são vistos a partir da gestão pública da incerteza do sistema capitalista, independentemente do exercício de previsão individual da atitude de cada participante, sendo que sua redução cria um estado de confiança para todos os participantes.

Outrossim, para que o sistema jurídico incremente o financiamento de longo prazo, ele deve estar direcionado para a redução dos riscos e para a criação de um estado de confiança, o que apenas pode ser feito por meio do controle da moeda e do crédito, que dissemina indiscriminadamente informações relevantes sobre os negócios, e por meio da distribuição da poupança no mercado de capitais para setores mais produtivos. Em ambas situações a participação do Estado é fundamental.⁹¹

⁸⁹ Cf. SALOMÃO FILHO, C., Ob. cit.

⁹⁰ Cf. TREBILCOCK, M, J.; MOTA PRADO, M. Ob, cit., pp. 33-34.

⁹¹ KEYNES, J. M. O fim do *laissez-faire*. SZMRECSANYI, T. (Org.). KEYNES. São Paulo: Ática, 1978,

Em outras palavras, a gestão pública da incerteza, capaz de reduzir os riscos do sistema capitalista e criar um estado de confiança para os agentes econômicos, também é determinante para que o indivíduo possa gerir seus próprios riscos e medir o grau de incerteza a que será submetido seu capital. O Direito Econômico se direciona para uma perspectiva macrojurídica de alocação destes riscos e fornecimento de garantias que estabilizem as relações no longo prazo. E um dos instrumentos fornecidos pela dogmática jurídica na estruturação global dos projetos é exatamente a fonte de recursos ou *funding*.

A natureza das relações intermediadas pelo Direito Financeiro também é relevante para a perspectiva macroeconômica. A influência estatal sobre relações estruturais compostas por proporções relativamente estáveis e previsíveis dentro do universo econômico e jurídico ocorre por meio da concessão de financiamento da atividade produtiva de forma a se buscar o desenvolvimento de um país. Sobre relações conjunturais constituídas mais como variações irregulares de um determinado equilíbrio estrutural ocorre quando o Estado busca pela via financeira equilibrar as variáveis macroeconômicas para alcançar o pleno emprego dos meios de produção.⁹²

Levando-se em conta as especificidades locais de um país periférico e a redução dos riscos para a criação de um estado de confiança, que permita a estabilização do projeto de infraestrutura no longo prazo, bem como o conceito de instituição anteriormente definido, algumas indicações, não exaustivas, podem ser feitas em relação a quais instituições importam para o financiamento de longo prazo da infraestrutura brasileira.

Para as organizações não existem maiores dificuldades, pois se deve apenas efetuar a correlação dos agentes econômicos estatais e não estatais envolvidos no sistema financeiro. Desta forma, não apenas a União, responsável pela regulação do mercado de crédito, mas bancos de desenvolvimento, agências reguladoras, órgãos da Administração direta, agências de fomento em geral, bancos privados, Congresso, agências multilaterais, etc... são instituições que importam para o mercado financeiro, independentemente se no curto ou no longo prazo.

Em relação ao fator de relevância e estabilidade como elementos conformadores necessários para o funcionamento do sistema financeiro, a relação é grande e não pode ser determinada sob pena de simplificação. Relevante, pois, o questionamento acerca da sua importância sistêmica e do seu equilíbrio. No financiamento de longo prazo, por exemplo, a moeda e o crédito são elementos essenciais, logo, são instituições a serem consideradas.

pp. 106-126.
⁹² Cf. MENDONÇA, P. A. F., Ob, cit., p. 54-56.

Assim como o mercado, a poupança ou o fundo público. Diferentemente, as debêntures ou seu incentivo não podem ser consideradas como instituições, dado seu caráter conjuntural de instrumento de política econômica.

O conjunto destas citadas instituições é que compõe o arcabouço institucional necessário para se determinar e incentivar o financiamento de longo prazo. Portanto, essa será a caracterização levada em conta no tema analisado. As debêntures incentivadas serão colocadas dentro deste arcabouço como instrumento de política econômica para incentivar o financiamento, mas dele se distinguindo.

Importante salientar que existe uma grande complexidade em mensurar o quanto uma instituição é importante para o desenvolvimento, o que leva à dificuldade em se elaborar políticas públicas. Isto pode ser contornado a partir da determinação das instituições relevantes e sua aplicabilidade de acordo com determinado recorte, como o proposto por esta tese, além de um alto grau de experimentação. Também existe o obstáculo de se reformar instituições, o que, todavia, envolve discussões mais amplas como a influência da democracia na regulação do setor financeiro, o que não impede, entretanto, de se realizar uma análise de determinado setor, devendo-se apenas fazer referências às instituições que interagem entre si.

Como uma das peculiaridades brasileiras está relacionada à pouca efetividade de um mercado privado de capitais para este campo e a participação estatal como forma de suprir essa lacuna, também é relevante verificar como isso ocorre institucionalmente, notadamente com relação à transferência de recursos públicos para agentes privados com ou sem atendimento ao interesse público.

3.3.1 INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA INSTITUCIONAL BRASILEIRA NA FORMAÇÃO DOS ARRANJOS JURÍDICOS PARA A ATUAÇÃO DO ESTADO

O estabelecimento de quais ferramentas jurídicas são capazes de permitir a fluência de boas transações e o sucesso ou fracasso da intervenção estatal deve levar em conta a lógica subjacente de fatores políticos e econômicos que se apropriam do discurso jurídico, pois os instrumentos de intervenção na moeda, na tributação e no crédito dificilmente são neutros nem “racionais”, conforme prega o discurso liberal.

Segundo descreve Norbert Elias, a universalidade racional, base da liberdade individual contra o Estado, nada mais é do que a reprodução da reação de um grupo político ao poder de tributar ou de distribuir crédito. As instituições seriam formadas por

uma reação da sociogênese, consolidadora de instituições históricas, à psicogênese do pensamento do indivíduo. Assim, não haveria a chamada “neutralidade” na gênese das categorias liberais ditas não históricas, mas uma conjunção de interesses de determinado grupo. Exemplo seria o processo histórico de monetarização forçada da economia para atender às necessidades de um Estado nas mãos de determinado grupo.⁹³ Portanto, a análise de instrumentos jurídicos para a formação de um *funding* direcionado ao financiamento de longo prazo, como as debêntures de infraestrutura, deve levar sempre em conta esta lógica política que lhe é subjacente, o que imputa a verificação de uma estrutura institucional própria ao local onde tais instrumentos são utilizados.

Mario Gomes Schapiro procura estabelecer uma análise para as relações entre Direito e financiamento configurada nas alternativas institucionais em contraposição à *Law and Finance*. Segundo o autor, esta linha leva em consideração os processos históricos de acordo com o desenvolvimento de cada nação, os quais encontraram soluções diversas, conforme sua reação à necessidade de oferta de créditos e capitais para o investimento de longo prazo.⁹⁴

O autor parte da análise dos sistemas financeiros relacionando três variáveis: a participação no mercado de capitais, a participação do sistema bancário e a participação do governo no financiamento. Utilizando tais parâmetros, enfoca-se o sistema na Inglaterra, nos EUA, no Japão, na Alemanha e nos países em desenvolvimento. A partir disto, o enquadramento das soluções faz emergir dois sistemas de arranjos principais, um nipo-germânico e um anglo-saxão, sendo que os países da periferia do sistema capitalista mundial estão mais próximos do primeiro. A conclusão a que se chega, especialmente em relação à última variável, é a de que a participação do governo é muito relevante em relação a países em desenvolvimento, como o Brasil, relevante no Japão e Alemanha e pouco relevante na Inglaterra e nos EUA.⁹⁵

Isto ocorre, em linhas gerais, porque nos países anglo-saxões foi possível se constituir um arranjo institucional de mercado, já que existiam volumes de recursos suficientes para atender à demanda de mercado, enquanto que no Brasil tais recursos não existiam, sendo a figura do banco público de desenvolvimento essencial para suprir esta falha. A descrição da alternativa institucional nos países em desenvolvimento ocorreu na

⁹³ ELIAS, N. **O Processo civilizador – Volume 2: Formação do Estado e Civilização**. Rio de Janeiro: Zahar, 1993.

⁹⁴ Cf. SCHAPIRO, M. G., Ob cit., p. 45.

⁹⁵ Cf. SCHAPIRO, M. G., Ob cit., p. 49.

direção de uma coordenação pública do mercado como principal elemento.⁹⁶ Esta conclusão, por sua vez, está intrinsecamente relacionada com a posição que determinado Estado ocupa no sistema capitalista mundial.

Não seria possível a utilização do mesmo arranjo institucional do mercado de crédito dos países centrais nos países periféricos. A imposição de uma economia de mercado, liberal, a uma economia organizada em um ambiente cultural diverso, pode resultar em uma ruptura violenta de suas instituições básicas, o que Karl Polanyi denominou de “problema colonial”.⁹⁷ Tal ameaça, segundo o autor, leva a um contramovimento com origem nas substâncias sociais ameaçadas pelo mercado. No presente caso, o contramovimento estaria justamente consubstanciado na permissão de maior controle estatal sobre o fluxo de capital com vistas ao aprimoramento de políticas públicas ligadas ao setor de crédito.

Portanto, dadas as peculiaridades em relação ao Estado brasileiro e sua posição periférica no sistema mundial, a normatividade relativa à atuação do Estado no sistema financeiro deve sempre levar em conta o arcabouço institucional interno na sua conformação tanto política quanto econômica, tais como, além da proeminência da ação estatal, a influência de grupos dominantes, a ausência de uma classe burguesa que dê suporte a um desenvolvimento econômico endógeno ou a historicidade de certos instrumentos jurídicos, como os bancos de desenvolvimento.

4 ASPECTOS DA ATIVIDADE FINANCEIRA NACIONAL QUANTO ÀS POLÍTICAS PÚBLICAS VOLTADAS AO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO DA INFRAESTRUTURA

4.1 TIPOS E FONTES DE RECURSOS PARA FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

Para estruturar a atividade econômica envolvida no projeto de infraestrutura, o Direito deve fornecer instrumentos associados aos riscos das diversas atividades que o compõe, o que coloca a necessidade do estabelecimento dos tipos de financiamento utilizados no longo prazo e como eles se relacionam a estes projetos. Dessa maneira, torna-se possível correlacionar a atividade financeira do Estado ao tipo de financiamento

⁹⁶ Cf. SCHAPIRO, M. G., Ob cit., p. 72.

⁹⁷ Cf. POLANYI, K. Ob, cit., pp. 184-197.

necessário, inclusive, incluindo atores diversos, como o próprio Estado e agentes privados, tais como fundos de pensão, fundos de investimento ou investidores internacionais.

Projetos de longa duração, como os de infraestrutura, elevam os níveis de incerteza do processo de valorização do capital, principalmente por envolver a participação de diversos agentes, com diversas expectativas. Assim, estes projetos envolvem diferentes tipos de financiamento, tais como o autofinanciamento, o financiamento por meio do investimento direto estrangeiro, aquele por meio do crédito bancário,⁹⁸ privado ou público, e aquele constituído pelo mercado de capitais, os quais, em conjunto, constituem o seu *funding* e variam de acordo com suas especificidades, podendo ser combinados de diversas formas para este fim.⁹⁹

Os tipos de financiamento envolvem também diversas fontes de recursos, não sendo necessário um tipo de fonte para cada tipo de financiamento. Apenas para citar algumas, dentre as fontes de aglomeração de capitais, Stiglitz menciona quatro, que muito se assemelham aos tipos de financiamento citados: acumulação de riqueza pelas famílias, acumulação de riqueza pelas empresas, aglomeração voluntária via mercado de capitais e aglomeração compulsória pelo governo.¹⁰⁰

Fernando Nogueira da Costa explica que, para os financiamentos de infraestrutura, estas fontes de recursos devem ser utilizadas concomitantemente e de acordo com cada etapa da obra de infraestrutura, visto que, somente o mercado de capitais, no Brasil, ainda não possui maturidade suficiente para assumir os riscos de um projeto de longa duração e os fundos públicos enfrentam dificuldades fiscais. Por exemplo, empresas que trabalham com projetos de grande porte adquirem um empréstimo junto aos bancos privados antes da aprovação e financiamento da construção da obra pelo BNDES. E, após o final do empreendimento, elas podem captar recursos via debêntures para colocá-lo em operação.¹⁰¹

Considerando-se os tipos de financiamento citados, uma distinção relevante pode ser feita entre o financiamento público e o financiamento privado da economia. Ressalte-

⁹⁸ O financiamento bancário, por sua própria natureza, não tende a suprir as necessidades do financiamento da infraestrutura, tais como o longo prazo e a diminuição de riscos e do *spread*. YAZBEK, O. A modernização do Regime das Debêntures e a Criação de um Mercado de Dívida de Longo Prazo no Brasil. In: CASTRO, R. R. M.; WARDE JUNIOR, W. J.; GUERREIRO, C. D. T. (Coords.) **Direito Empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin. 2013, p. 567. Para uma distinção maior entre os dois tipos de financiamento, ver YAZBEK, O. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Elsevier, 2009.

⁹⁹ Cf. COSTA, F. N., Ob, cit.

¹⁰⁰ STIGLITZ, J. **Government, Financial Markets, and Economic Development**. Working Paper n° 3669, National Bureau of Economic Research, 1991, pp. 1-40.

¹⁰¹ Cf. COSTA, F. N., Ob, cit., p. 30.

se, apenas, que cada tipo pode adquirir uma feição ou outra. Por exemplo, o crédito bancário pode ser financiamento público ou privado. O mercado de capitais pode ser privado ou conter participação de fontes públicas. A atividade financeira estatal atuará, de qualquer forma, tanto em um quanto em outro.

Alguns autores estabelecem que a poupança e o investimento podem ser resultantes das intermediações financeiras realizadas sob o regime de direito privado, guiado pelos princípios da liberdade de iniciativa e concorrência, ou por intermediações realizadas com recursos financeiros integrantes do orçamento públicos, ambos como fontes de crédito para a atividade econômica.¹⁰²

De qualquer forma, decorre da atividade financeira estatal a influência sobre os níveis de poupança e investimento da economia. O Estado pode atuar de forma a incentivar ou não sua formação. Segundo Geraldo Vidigal, ele pode ampliar a base monetária ou exercer seu poder de tributação ou apropriação compulsória com esta finalidade.¹⁰³ Além disto, pode também influenciar a atividade econômica utilizando os recursos orçamentários oriundos dessa poupança compulsória por meio da concessão direta de crédito ou pela elevação dos gastos públicos.

Toda distribuição de recursos do fundo público para os agentes econômicos em geral, principalmente os previstos em orçamento, pode ser considerada como financiamento público da economia, caracterizada como uma atividade de fomento, na medida em que oferece condições mais favoráveis que as disponibilizadas no mercado bancário.¹⁰⁴ Esse financiamento público pode ser constituído por meio de uma série de instituições financeiras nos entes federativos, por mecanismos de poupança compulsória, como o PIS-PASEP e o FGTS, ou por regimes especiais de financiamento com fundos e instituições específicos, tudo para prover capital mais barato.

As características do empreendimento normalmente determinam as condições de financiamento público. A lógica para a sua escolha é inversa a do setor privado: quanto maiores os riscos envolvidos na atividade, maior deve ser o fomento. Esta lógica também envolve a importância sistêmica em alcançar o interesse público.¹⁰⁵

Apenas em relação ao direcionamento do financiamento público de atividades delegadas, como no caso de concessões de infraestrutura, uma distinção cabe ser feita no

¹⁰² Cf. MENDONÇA, P. A. F., Ob, cit., p. 52.

¹⁰³ VIDIGAL, G. **Fundamentos do Direito Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976. p. 222.

¹⁰⁴ SILVA, D. T. Desestatização da infraestrutura federal de transportes e financiamento público: alguns pontos de discussão. In: BERCOVICI, G.; VALIM, R. (Coords.). **Elementos de Direito da Infraestrutura**. São Paulo: Contracorrente. 2015. pp. 255-256.

¹⁰⁵ Cf. SILVA, D. T. Ob, cit., pp. 256-257.

tocante ao financiamento direcionado à empresa delegatária e ao financiamento da própria atividade delegada. O primeiro é realizado diretamente para as empresas, enquanto o segundo se refere a todos os recursos ou à redução de custos que favoreçam a atividade delegada, visando à redução de custos de capital e operacionais dos operadores, mas não integrando suas obrigações. Exemplos deste último seriam a realização de obras pelo Estado em setores já delegados ou a concessão de tributos que incidam sobre os insumos da atividade.¹⁰⁶

Pois bem, Segundo Danilo Tavares da Silva, o financiamento público pode ser dividido em: (i) contratos de mútuo celebrados por bancos públicos, em que há distribuição do fundo público por meio de instituições financeiras; (ii) subscrição por entidades públicas de valores mobiliários de dívida corporativa instrumentalizada por debêntures e notas promissórias, com distribuição do fundo público por meio de poupança compulsória e fundos específicos e; (iii) participação societária minoritária das empresas estatais, fundos de investimentos do FGTS (FI-FGTS) ou fundos de pensão das empresas estatais, também com distribuição do fundo público por meio de poupança compulsória e fundos específicos.

Ainda, o mesmo autor realiza uma divisão das modalidades de financiamento público que se encaixam nesta divisão de acordo com o grau de intrusão do poder público no capital da empresa tomadora, neste sentido, do menor para o maior: instrumentos de dívida, instrumentos de dívida e participação (*quasi equity*) ou instrumentos participação societária (*equity*).¹⁰⁷ Cada modalidade desempenha um papel no financiamento da atividade, que deve levar em conta a natureza dos interesses públicos envolvidos no empreendimento, o que geralmente, no Brasil, tem elevado grau de discricionariedade.

Os instrumentos participação societária (*equity*), onde há participação direta de entidades públicas em empresas privadas, como sócios ou por meio de fundos de investimento, permite ao Estado atuar como empresário sem constituir nova empresa pública ou sociedade de economia mista, o que, se por um lado não permite uma maior efetividade da ação pública, confere poderes de gestão sem o rígido controle do regime público, permitindo captação de lucros futuros ou apreensão de tecnologia do lado público e maior contribuição ao financiamento do setor privado.

Os instrumentos de dívida e participação (*quasi equity*) estão relacionados àqueles que consubstanciam uma dívida, mas contem condições que implicam maior assunção de

¹⁰⁶ Cf. SILVA, D. T. Ob, cit., p. 257.

¹⁰⁷ Cf. SILVA, D. T. Ob, cit., pp. 264-267.

risco do credor, semelhantes aos acionistas, aumentando a possibilidade de participação da própria gestão. Exemplos seriam as debêntures conversíveis em ações e as debêntures subordinadas, além da ação preferencial resgatável.

Por fim, os instrumentos de dívida se referem à simples relação de mútuo entre o agente estatal e o privado para emprego do dinheiro no empreendimento. O Estado tem menor risco no empréstimo, relacionado apenas à inadimplência, e o tomador o paga enquanto executa o projeto, recebendo o valor de acordo com um cronograma vinculado a etapas do investimento. Dentre os instrumentos mais comuns estão o contrato de mútuo, a debênture simples e as notas promissórias, não existindo diferenças relevantes entre ambos, já que o conteúdo do primeiro pode constar no segundo. No entanto, as debêntures, especialmente as incentivadas, cumprem também o papel de fomento do mercado financeiro, estimulando o mercado de capitais e o compartilhamento do risco com bancos públicos.

O financiamento privado decorre da mobilização de recursos com origem apenas nos agentes econômicos privados, mesmo que atuando em um sistema de crédito regido e autorizado pelo ordenamento jurídico estatal. O que se deve ter mente é que não há apropriação do fundo público, o que não implica ausência da atividade financeira estatal, que pode coordenar a ação dos particulares para determinado fim, seja ele voltado ao interesse público, seja para servir como mecanismo de concentração de capital em empresas ou indivíduos.

Para que as empresas sejam habilitadas a desempenhar suas atividades, existe a necessidade do estabelecimento de condições financeiras, as quais podem ser alcançadas por meio de formas de capitalização com a utilização de recursos internos (autofinanciamento) ou por meio de captação externa, com a utilização de instrumentos de financiamento corporativo. A primeira forma ocorre, por exemplo, quando há reinvestimentos dos lucros da empresa em dado cenário de restrição de acesso aos instrumentos de financiamento. A outra ocorre por dois meios: captação por dívida, caso de um título mobiliário representativo de uma dívida (mercado de capitais), como as debêntures, ou captação por meio da abertura da sociedade à participação de novos sócios.¹⁰⁸ Em ambas formas de captação, o financiamento é exclusivamente privado.

O que se torna relevante para a presente tese, é deixar claro que, se por um lado as debêntures compõem este tipo de financiamento privado, por outro, o seu incentivo por

¹⁰⁸ Cf. SCHAPIRO, M. G., Ob cit., pp. 19-20.

meio da isenção de impostos envolve a utilização do fundo público, já que o Estado renuncia a receita que poderia ser aplicada em outras formas. Inclusive, o Estado também subscreve dívidas de determinado agente privado ou oferece garantias para a emissão das debêntures.

Assim, pode-se afirmar que a regulação das debêntures de infraestrutura pela atividade financeira estatal para financiamento de longo prazo envolve tanto financiamento público, por distribuir fundo público, quanto financiamento privado, por realocar capital eminentemente privado.

Isto decorre, principalmente, pelo fato de o financiamento privado de longo prazo no Brasil ter sido, muitas vezes, problemático, quando não inexistente, especialmente devido às diversas decisões políticas na condução da macroeconomia, condicionadas por fatores internos ou externos. Assim, o financiamento público desempenhou papel preponderante para a construção da infraestrutura nacional, fazendo-o essencialmente, por meio de um banco de desenvolvimento, o BNDES.

4.2 O BNDES COMO INSTRUMENTO HISTÓRICO DE POLÍTICA ECONÔMICA E FINANCIADOR DO DESENVOLVIMENTO NACIONAL

Não é o foco desta tese tratar dos bancos públicos de desenvolvimento para o financiamento de longo prazo, mas das debêntures de infraestrutura. No entanto, não se pode deixar de descrever o BNDES como principal agente da política de desenvolvimento, principalmente porque ele, muitas vezes, também atuará em conjunto com as debêntures, comprando-as ou garantindo-as. E, sob um aspecto sistêmico, sua atuação pode incentivar a própria formação de um mercado de capitais para o financiamento da infraestrutura, atuando também de forma coordenada com o setor privado.

Historicamente, o financiamento de infraestrutura no Brasil, de acordo com determinados períodos, foi realizado pelo Estado por meio de fundos públicos, seja com captação de recursos externos ou internos. E foi o BNDES quem desempenhou papel importante nos planos desenvolvimentistas nacionais neste financiamento, fato que atribui especificidade ao caso brasileiro de financiamento de longo prazo, que não pode ser ignorado quando da formação de política públicas.

Neste contexto, a trajetória do BNDES, principal instrumento de intervenção estatal no mercado financeiro brasileiro, bem como a forma como os recursos foram captados para sua capitalização, refletiram as diversas estratégias de desenvolvimento

econômico dos governos nacionais, seja qual for a roupagem ideológica que eles possuísem. Criado inicialmente para financiar a infraestrutura nacional, o BNDES desempenhou a função de uma das principais instituições de fomento à industrialização e ao desenvolvimento brasileiros, modernizando e racionalizando a alocação de recursos em setores prioritários e contribuindo para a formação de quadros técnicos, capacitando a burocracia estatal.¹⁰⁹

Seu papel foi fundamental na concepção desenvolvimentista durante o Plano de Metas, por exemplo, ou mesmo durante o segundo governo Vargas, em que sua presença foi modesta em termos financeiros. Já na década de 1970, assumindo uma posição preponderante no processo de desenvolvimento capitalista brasileiro, consubstanciado no II PND, o BNDES terminou a década financiando o setor primário exportador, retornando ao início do crescimento econômico brasileiro. Nesta década, os países periféricos enfrentaram sérias dificuldades em decorrência do cenário internacional, afetado pelo choque dos preços do petróleo em 1973-1974 e pela ruptura dos Estados Unidos com o padrão monetário estabelecido em Bretton Woods, o que criou dificuldades para manter o ritmo do financiamento externo e a explosão da dívida externa, com a consequente necessidade de apoio do FMI para negociar sua dívida com os credores internacionais.¹¹⁰

O reflexo da crise na década de 1980 foi o fim do projeto de desenvolvimento comandado pelo Estado e apoiado, depois de 1964, pelo crescente endividamento externo. A situação levou, em 1982, a duas importantes mudanças no BNDES. Uma foi a atribuição ao banco de um caráter social, a outra levou à criação do BNDES Participações S.A. (BNDESPAR), o qual não possui as funções de fomento, que permaneceram de atribuição do BNDES. Com o novo formato, tem-se a representação do modelo-padrão internacional de instituições de apoio ao desenvolvimento.¹¹¹

Atualmente, o BNDES novamente se acomodou aos tempos de escassez de linhas de financiamento externo, oscilando entre o ajuste em termos de inflação e a deterioração

¹⁰⁹ CENTRO INTERNACIONAL CELSO FURTADO DE POLÍTICAS PARA O DESENVOLVIMENTO. **Memórias do desenvolvimento nº 4**. Rio de Janeiro: Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, setembro de 2010, ano 4, nº 4. Disponível em < http://www.centrocelsofurtado.org.br/interna.php?ID_M=139 >. Acesso em 18 set. 2015.

¹¹⁰ CENTRO INTERNACIONAL CELSO FURTADO DE POLÍTICAS PARA O DESENVOLVIMENTO. **Memórias do desenvolvimento nº 4**. Rio de Janeiro: Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, setembro de 2010, ano 4, nº 4. Disponível em < http://www.centrocelsofurtado.org.br/interna.php?ID_M=139 >. Acesso em 18 set. 2015.

¹¹¹ CENTRO INTERNACIONAL CELSO FURTADO DE POLÍTICAS PARA O DESENVOLVIMENTO. **Memórias do desenvolvimento nº 4**. Rio de Janeiro: Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, setembro de 2010, ano 4, nº 4. Disponível em < http://www.centrocelsofurtado.org.br/interna.php?ID_M=139 >. Acesso em 18 set. 2015.

fiscal das contas públicas, passando de ser um dos elementos financeiros na tarefa de planejar o desenvolvimento para se tornar gestor do mercado por meio do fomento. Inclusive, a anterior política de gestão do banco pode ser também visualizada no fomento de grupos empresariais específicos para a formação dos “campeões nacionais” com o intuito de induzir empresas emergentes e mercado de capital de risco, expandido a liderança da política industrial brasileira no cenário internacional, aumentando a competitividade e internacionalização das empresas escolhidas.¹¹²

Outra função atualmente desempenhada seria a de participação societária minoritária em empresas. Estudos indicam que houve um efeito positivo verificado no período 1995-2002, que não é sustentado no período 2003-2009, devido, principalmente, à evolução do mercado financeiro entre estes dois períodos. Em um ambiente com maior restrição de crédito, quando o capital é usado para promover investimentos, as participações de um banco de desenvolvimento têm um maior efeito sobre o desempenho das empresas.¹¹³

Por fim, o BNDES pode atuar como agente intensificador da demanda por debêntures de infraestrutura ou como seu garantidor final, dependendo da intensidade do incentivo que se quer atribuir ao financiamento privado.

4.3 ALGUMAS DIFICULDADES ENFRENTADAS PARA O FINANCIAMENTO DE INFRAESTRUTURA

As dificuldades para o financiamento de infraestrutura nacional são diversas e envolvem aspectos extremamente amplos relacionados à atividade financeira do Estado em um contexto periférico do sistema mundial hierarquizado. Entretanto, pode o Estado nacional fornecer instrumentos para realizar a intermediação de recursos a fim de se equacionar tais dificuldades, principalmente quando se tem em conta o seu papel de gestor de riscos e fornecedor de garantias ou mesmo de coordenador para a formação de *funding* necessário à efetivação de uma política pública de infraestrutura.

O principal problema a ser enfrentado para o financiamento de longo prazo no

¹¹² ALMEIDA, S. F. C. **Campeões nacionais: o papel do BNDES e a atuação do sistema brasileiro de defesa de concorrência**. 2012. 85 f. Dissertação (Mestrado). Universidade Presbiteriana Mackenzie, Programa de Pós-Graduação em Direito Político e Econômico, São Paulo, 2012.

¹¹³ INOUE, C. F. K. V. **Capitalismo de Estado no Brasil: Uma Análise das Participações Minoritárias do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre 1995 e 2009**. 2011. 68 f. Dissertação (Mestrado). Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, Programa de Mestrado Profissional em Administração, São Paulo, 2011.

Brasil, de forma geral, é a falta de um núcleo endógeno de financiamento público e privado nacional capaz de articular o sistema sem passar pelo endividamento externo, segundo Maria da Conceição Tavares. Os bancos privados brasileiros, que poderiam realizar esta tarefa em parte, comportam-se muitas vezes como parasitas do Estado e beneficiários da inflação, devido à ausência de um capitalismo endógeno.¹¹⁴

O problema real não estaria na absorção da poupança externa ou na necessidade de se formar poupança interna por meio da restrição ao consumo, mas na falta de instituições públicas e privadas capazes de garantir endogenamente a intermediação financeira do potencial de poupança, impedindo a sua esterilização pelo capital financeiro. Ainda, a precariedade estrutural desta articulação entre o capital e o financiamento público ou privado é demonstrada pela socialização dos prejuízos decorrentes da inflação e a destruição das fianças públicas após cada ciclo de crise dos negócios. O endividamento interno do setor público serve de lastro ao endividamento externo das empresas e bancos, principalmente por meio da sobrevalorização periódica do câmbio e da entrada de capitais especulativos. A classe burguesa brasileira depende das finanças públicas e das benesses do Estado na distribuição dos fundos públicos, não possuindo qualquer independência. Sem a existência de forças políticas internas que mudem o pacto político em outra direção, a tendência é que se continue em um ambiente de deterioração, principalmente devido à inserção subordinada brasileira na globalização financeira.¹¹⁵

Além disto, ao contrário do que geralmente se afirma, uma das dificuldades do financiamento de longo prazo no Brasil não é a falta de recursos, mas a sua imobilização. O crescimento da economia ocorre quando se mobilizam tais capitais, por meio de empréstimos, por exemplo, o que faz circular moeda, aumenta o gasto e a capacidade produtiva com a ampliação da infraestrutura. Assim, é importante a criação de instrumentos que incentivem o fluxo de gastos em investimento, empréstimo e renda, como, por exemplo, a introdução de inovações financeiras ligadas ao mercado de capitais.¹¹⁶

Os diversos ciclos do capitalismo é que ensejam crises alternadas. As falhas de mercado, a concentração do poder econômico e a assimetria entre as nações justificam a necessidade de os Estados atuarem no domínio econômico, principalmente por meio de políticas públicas desenvolvimentistas. Nos países em desenvolvimento, a atuação estatal

¹¹⁴ Cf. TAVARES, M. C. Ob, cit.

¹¹⁵ Cf. TAVARES, M. C. Ob, cit.

¹¹⁶ Cf. COSTA, F. N. Ob, cit., p. 40.

ocorre pela insuficiência de meios privados, não de recursos propriamente ditos, para a concessão de capital, o que também evidencia a necessidade de prover as ferramentas adequadas que tratam das relações entre financiadores e empreendedores de acordo com as especificidades locais e com o modelo de organização econômica.¹¹⁷

As exigências de investimento industrial durante os primeiros estágios de alteração qualitativa do sistema econômico tornam inviável o financiamento exclusivamente privado de atividades de infraestrutura em países subdesenvolvidos. Nestas nações, a insuficiência ou inexistência de recursos de longo prazo disponíveis é uma realidade, inclusive porque os recursos deste tipo de financiamento no setor privado estão direcionados em setores que proporcionam rapidez na garantia de retorno devido à grande incerteza associada a problemas conjunturais político-econômicos com elevado risco. No caso brasileiro, não é a falta de recursos, mas este segundo aspecto que gera dificuldades ao financiamento da infraestrutura. O Estado deve atuar, desse modo, para suprir tal defeito, equacionando o risco e os custos envolvidos na concessão de recursos financeiros, seja por meio da regulação do crédito ou da utilização do próprio orçamento público. Transfere-se, desta forma, o ônus deste tipo de financiamento parcialmente do setor privado para o público.¹¹⁸

Existe a necessidade de se partir do enfrentamento macroeconômico para amenizar o problema, o que envolve o jogo político entre as intuições nacionais. Os elevados juros de mercado praticados no Brasil, consequência de decisões de política monetária, sempre geraram um descompasso entre as necessidades de crédito de longo prazo ligados à infraestrutura e o mercado privado.

Por isso, o sistema público de financiamento supriu uma falha de mercado consistente na ausência do provimento de uma atividade financeira viável pelo mercado privado para empresas que empreendem nesse setor.¹¹⁹ Mas também existem problemas em relação a esta atuação, especialmente na interação entre a dívida pública e o sistema de crédito.

Com efeito, pode-se afirmar que o Estado é o ator principal em relação ao financiamento, especialmente no Brasil, onde o setor público coordena historicamente o desenvolvimento nacional pelos motivos colocados. Basta observar que o Tesouro Nacional capta recursos a juros de mercado, doméstico ou internacional, oferecendo risco

¹¹⁷ Cf. SCHAPIRO, M. G., *Ob cit.*, pp. 13-15.

¹¹⁸ Cf. MENDONÇA, P. A. F., *Ob. cit.*, p. 65.

¹¹⁹ SILVA, D. T. *Ob. cit.* pp. 255-256.

baixíssimo (soberano), e repassa recursos aos bancos públicos para que estes emprestem a juros menores e prazos adequados ao financiamento de setores estratégicos. Este mecanismo, obviamente, afeta a questão fiscal ao aumentar a dívida pública.

Em que pese algumas críticas a esta dinâmica, como o “efeito deslocamento” (*crowding out*), o qual deslocaria a oferta no mercado de outros instrumentos financeiros, como os privados, para os títulos da dívida pública, ela possibilita que o Estado faça a adequada alocação de recursos para setores prioritários que não conseguiriam obter financiamento em um prazo longo.

Verdade seja dita, para que o efeito *crowding out* pudesse se concretizar seria necessário que já existisse parte do financiamento de longo prazo por meio do crédito privado ou que existissem recursos que fossem direcionados para tanto. Também seria exigida uma situação de pleno emprego na economia, que não importasse o deslocamento dos agentes econômicos.¹²⁰ Na realidade, há a geração de efeito diverso, um efeito *crowding in*, devido à complementariedade gerada pela inclusão de atores no setor de infraestrutura, suprimindo-se a demanda de crédito nos setores não atendidos pela iniciativa privada.¹²¹ A inibição do mercado de capitais está diretamente ligada à política econômica não apenas à atuação estatal no sistema de crédito, já que o mercado financeiro brasileiro se mostra como o mais lucrativo da economia nacional devido aos altos juros praticados que incentivam o financiamento apenas de curto prazo.

Apesar desta análise, especificamente em relação ao efeito *crowding out* no mercado de crédito devido à atuação do BNDES, as críticas são mais contundentes. Segundo Sérgio Lazzarini, os empréstimos do BNDES atuaram de forma substitutiva, não como complemento ao financiamento privado, sendo que a melhor forma de incentivo ao mercado de crédito privado no longo prazo deveria ser por meio de debêntures, não sua substituição pelo financiamento do BNDES de taxas de juros de longo prazo (TJLP).¹²² Todavia, a atuação do BNDES decorreria da insuficiência do mercado privado de crédito de longo prazo ou este não se desenvolve devido à atuação do BNDES? Não existem evidências destes efeitos alegados por Lazzarini, sendo o mais relevante o estabelecimento de uma política macroeconômica que realmente incentive a participação do setor privado de forma complementar, como por meio das debêntures de infraestrutura.

¹²⁰ MAZZUCATO, M. **O Estado empreendedor: desmascarando o mito do setor público vs. setor privado**. Portfolio-Penguin, 2014.

¹²¹ Cf. COSTA, F. N. Ob, cit.

¹²² LAZZARINI, S. G. et al. **What Do Development Banks Do? Evidence from Brazil, 2002–2009**. Harvard Business School Working Paper (December 8–11), 2011. Disponível em <<http://www.hbs.edu/research/pdf/12-047.pdf>>. Acesso em 26 ago. 2015.

Portanto, a formatação da dívida pública e a definição de fatores macroeconômicos, como a taxa de juros, influenciam o mercado de crédito para o financiamento de longo prazo. Com juros altos, temos o efeito deslocamento, desincentivando o mercado de títulos privados para o longo prazo. E, praticando esta política monetária, para favorecer o financiamento de longo prazo, o Estado tem que subsidiar diretamente a taxa de juros para setores estratégicos ou favorecer a captação de recursos pelos agentes econômicos, concedendo estímulos fiscais para investimentos em fundos de infraestrutura ou, ainda, permitindo que bancos públicos modifiquem suas taxas de juros.

No Brasil, praticamente inexistiu financiamento de longo prazo sem a constituição de fundos públicos por meio de poupança compulsória, tais como o FGTS e o FAT, apesar de nos últimos anos terem sido incentivados outros instrumentos privados de captação de recursos, tais como as debêntures, a expansão do mercado de capitais e do mercado de securitização, os quais também favorecem a rotação de capital e o compartilhamento dos riscos do negócio.

No entanto, a utilização deste instrumental jurídico fornecido pelo Direito Econômico e pelo Direito Financeiro para solucionar o problema do direcionamento de recursos apresentam, da mesma forma, algumas barreiras, o que não descarta a construção de alternativas institucionais que façam a conexão entre a produção e o sistema de crédito, dado que este último desempenha uma função central na estabilização desta trama de interações entre muitos agentes com interesses diversos.

4.3.1 POUPANÇA OU FORMAÇÃO DE *FUNDING* COMO CONDIÇÃO DO FINANCIAMENTO?

Alguns autores argumentam que o financiamento da atividade econômica exige a existência de poupança interna prévia ou a constituição de uma poupança externa por conta da restrição tanto de poupança quanto de divisas.¹²³ Ou seja, consideram a poupança como pressuposto do investimento, sendo que as restrições para tanto estariam associadas à captação de recursos não atrativas, instabilidade monetária ou à incerteza jurisdicional.¹²⁴

Entretanto, estas críticas parecem estar antes ligadas a uma ideologia liberalizante,

¹²³ BACHA, E. Um modelo de três hiatos. **Pesquisa e planejamento econômico**. Rio de Janeiro, v.19, n. 2, ago. 1989, 1989.

¹²⁴ ARIDA, P.; BACHA, E.; LARA-RESENDE, A. **High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty**. Núcleo de Estudos de Política Econômica da Casa das Garças (NUPE/CdG), Rio de Janeiro, 2004.

que pressupõe um mercado ideal, com pleno emprego como resultado final de uma economia competitiva, sendo que a liberalização financeira serviria para restabelecer a força do mercado.

Com efeito, a assimetria de informações não permite que esse mercado ideal se concretize, pois geraria custos para as instituições financeiras que afetariam o potencial de alocação do crédito, podendo causar seleção adversa. Além disto, os níveis de emprego e renda dependem de investimento, não de poupança, sendo que o investimento necessita da estabilização de expectativas para a mobilização de recursos, conforme uma visão keynesiana.

Ainda, não existiria escassez de recursos na economia brasileira, mas ausência de seu direcionamento para fins mais produtivos que o capital especulativo. Desta forma, o investimento não pressupõe poupança, mas formação de *funding* adequado para projetos de longo prazo. A formação de *funding* independe, portanto, de formação de poupança prévia, e as debêntures direcionadas podem contribuir para a realocação de capital nesta direção.¹²⁵

4.3.2 QUESTÕES ACERCA DA CAPITALIZAÇÃO DAS EMPRESAS

No que tange aos problemas relacionados à obtenção de recursos financeiros das empresas, uma necessidade para que elas desenvolvam suas atividades, há variação de acordo com o tipo de financiamento adotado, que envolva participação ou não de capital interno ou externo à corporação, ou seja, de meios próprios ou externos, segundo classificação de Edmur de Andrade Nunes Pereira Neto.¹²⁶

A utilização de recursos internos possui baixa complexidade, pois não existem conflitos surgidos no relacionamento entre os interesses da companhia e financiadores externos. Todavia, na maioria dos casos, os recursos obtidos por este meio são insuficientes, especialmente no financiamento de longo prazo.

Os recursos externos podem ser obtidos por meio da capitalização, a qual seria a realização de entradas pela integralização do capital inicial no ato de constituição (primária) e no caso de aumento de capital social (secundária), ou, ainda, por meio da

¹²⁵ SARAI, Leandro. **Crédito, Estado e desenvolvimento: o direcionamento federal do crédito pela perspectiva do Direito Econômico**. 2017. 367 f. Tese (Doutorado). Universidade Presbiteriana Mackenzie, Faculdade de Direito, São Paulo, 2017, pp. 127-147.

¹²⁶ PEREIRA NETO, E. A. N. **Aspectos jurídicos da emissão de debêntures conversíveis em ações**. 1986. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986, pp. 8-9.

securitização, a qual seria a contratação de instrumentos financeiros de modalidades distintas e com diversas características, dentre eles, as debêntures.¹²⁷

O financiamento externo, ao contrário do interno, suscita diversos conflitos oriundos da assimetria de interesses dos provedores de capital e dos administradores, visto que os primeiros não são responsáveis pela gestão do negócio. A teoria econômica costuma denominar este conflito como problema de agência, em que a garantia do interesse de um agente, o principal, depende da ação de outro. Estes conflitos se apresentam, principalmente, entre acionistas e investidores, entre acionistas majoritários e minoritários e entre credores e administradores. Inclusive, uma situação clássica de controle externo com origem no endividamento é a que advém da emissão de debêntures, onde a operação debenturística pode tornar a companhia subordinada aos interesses dos debenturistas, principalmente quando seu patrimônio líquido for baixo.¹²⁸

É função do Direito compor estes interesses, de forma a mitigar o problema de agência, regulando a relação entre investidores e empreendedores e definindo atributos associados à captação de recursos, tais como os limites de responsabilidade dos administradores, os mecanismos de captação da sociedade ou os procedimentos de solução de controvérsias. Para tanto, existem duas ferramentas: a regulação e os mecanismos de governança corporativa, este último ligado antes ao caráter autorregulatório. Fazendo-o por esta forma, o Direito se torna uma variável no processo de financiamento das empresas.¹²⁹

A regulação da composição de interesses, que ocorre no campo do direito contratual e societário de acordo com o tipo de organização institucional, seja em economias liberais de mercado, por meio da proteção dos interesses individuais, seja em economias coordenadas, por meio da composição coletiva,¹³⁰ apesar de ser extremamente relevante sob um aspecto microjurídico, adquire uma outra perspectiva na abordagem macrojurídica, gerando outros tipos de conflito que devem ser também resolvidos pelo Direito.

Se por um lado a regulamentação da debênture desempenha o papel de maior proteção aos interesses individuais ou de determinado grupo, notadamente ao diminuir o hiato corporativo entre firmas e os titulares das dívidas, por outro tem como objetivo o

¹²⁷ AMARAL, J. R. G. **Ensaio sobre o regime jurídico das debêntures**. 2014. 269 f. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 1.

¹²⁸ COMPARATO, F. K. **Poder de Controle nas Sociedades Anônimas**. 5 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 92.

¹²⁹ Cf. SCHAPIRO, M. G., Ob cit., pp. 20-24.

¹³⁰ PISTOR, K. Legal Ground Rules in Coordinated an Liberal Market Economies. **Working Paper n. 30/2005**, Columbia Law School, 2005.

incentivo ao desenvolvimento da infraestrutura nacional, principalmente se receber incentivos governamentais. Alcançando-se este objetivo, resolve-se um problema coletivo e se legitima o seu uso. Todavia, caso não sejam inseridas em uma política pública voltada a esta finalidade, as debêntures de infraestrutura podem servir apenas como um instrumento jurídico para transferência de renda e de fundo público.

5 CRÉDITO COMO VETOR ESSENCIAL DA ATIVIDADE FINANCEIRA DO ESTADO PARA O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO DA INFRAESTRUTURA NACIONAL

5.1 ATIVIDADE FINANCEIRA DO ESTADO E O CRÉDITO

A atividade financeira do Estado não se resume apenas ao controle do crédito, mas também está associada a outros fatores ligados à moeda ou à organização do orçamento, por exemplo. Entretanto, dentre aqueles que envolvem a regulação da atividade financeira, o crédito, seja público ou privado, possui papel central e revela aspectos objetivos e subjetivos da atividade financeira estatal.

O instrumental jurídico a ele relacionado, dentro de determinada política pública, especialmente no setor de infraestrutura, demonstra o próprio sentido da intervenção estatal na economia em busca do desenvolvimento no contexto do capitalismo contemporâneo. A normatividade em relação ao crédito, nesse sentido, é condição necessária ao financiamento interno de longo prazo, sendo que o Direito positivo brasileiro pode fornecer alternativas adequadas à formação de políticas públicas voltadas a este fim, realocando o capital necessário para tanto.

O próprio funcionamento do sistema financeiro está intrinsecamente relacionado à capacidade de crédito e financiamento das atividades econômicas, o que tem impacto direto na geração e distribuição de riqueza, com o consequente desenvolvimento das nações. Sim, pois os agentes econômicos não podem ser limitados ao volume de investimentos que apenas pudessem financiar por conta própria.¹³¹ Equacionando-se os meios de captação de recursos por tais agentes, incrementa-se o círculo macroeconômico entre investimento, produção e renda, o que certamente contribui para o

¹³¹ Cf. STIGLITZ, J. Ob, cit., pp. 1-40.

desenvolvimento.¹³²

O sistema de crédito está conectado à relação do Direito com o tempo. A Constituição Federal de 1988 expressamente estabelece uma Constituição Econômica com o intuito de transformação das estruturas sociais por meio da atuação do Estado no domínio econômico, como se observa dos artigos 170 a 192, sobretudo, no espaço e no tempo. É no texto constitucional que a regulação das debêntures de infraestrutura encontra respaldo, pois a distribuição de recursos disponíveis é diferida no tempo pelo crédito. Portanto, o debate importa para o Direito na medida em que cabe a este fornecer o melhor instrumental para disciplinar o relacionamento entre financiadores e agentes econômicos, o que torna imperativa a sua melhor investigação ao longo do trabalho. O Direito, assim, pode ser entendido como uma variável dos diversos processos de financiamento, bem como instrumentalizador do crédito.

Adotando-se este pressuposto, a análise da articulação de uma cadeia produtiva de valor, composta por diversos ciclos com temporalidades diversas, objeto da visão macrojurídica do Direito Econômico, enfrenta problemas, uma vez que cada ciclo possui singularidades no desenvolvimento da sua atividade de reprodução (capital comercial, bancário, produtivo, monetário e mercadoria), tais como o tempo de rotação utilizado para a extração da mais-valia ou o tamanho da taxa de juros e a quantidade de capital monetário utilizado. Enfrentar esses problemas em direção à estabilização do processo de acumulação, principalmente em longo prazo, exige uma capacidade exógena a todo este processo (pois tal capacidade não é endógena), que reponha periodicamente as condições para a reprodução de capital em diversas formas e temporalidades. A forma exógena é, exatamente, a representada pelo Estado e pelos instrumentos jurídicos.

Neste sentido, a atividade financeira do Estado no sistema de crédito atua justamente para diminuir os riscos ligados a diferentes interesses, harmonizando as diversas temporalidades de capitais e criando *funding*, tanto para o projeto específico, quanto para o sistema financeiro nacional. Este último abarca instrumentos financeiros, como depósitos em poupança, emissão de títulos e captações externas e outros para captação no mercado de capitais, como as debêntures ou o *Project Finance*. Em comum, todos são construções jurídicas que atuam na mobilização de recursos para o financiamento do projeto, mitigando incertezas e as transformando em riscos mensuráveis, que possam ser contornados.

¹³² Cf. SCHAPIRO, M. G., Ob cit., p. 19.

5.1.1 PERSPECTIVAS OBJETIVA E SUBJETIVA DA ATIVIDADE ESTATAL EM RELAÇÃO AO CRÉDITO

A ação estatal em relação ao crédito comporta aspectos objetivos e subjetivos dentro do sistema de crédito. O primeiro trata da estrutura normativa do sistema, sua organização e regulação ou, de outra forma, significa sua publicização. O segundo, cuida dos agentes que praticam as atividades a ele relacionadas. Uma abordagem ligada à forma, ainda, diz respeito às peculiaridades do tratamento das operações de crédito.¹³³ Concorde-se com Leandro Sarai em relação a esta abordagem como sendo relevante para a análise a ser efetuada.¹³⁴

O aspecto objetivo, que trata das normas jurídicas relativas ao crédito, forma-se de acordo com o jogo político e os interesses econômicos em determinado momento da História. De certa forma, diz respeito aos aspectos institucionais considerados de uma perspectiva temporal. Para a presente tese, importa notar que, apesar de já ter surgido anteriormente, a regulação do mercado financeiro que deu origem ao sistema vigente, principalmente em relação ao mercado de crédito, ocorreu entre 1964 e 1988, com a modernização e fortalecimento do sistema bancário, monetário, habitacional e de mercado de capitais, induzindo-se a concentração bancária e a internacionalização dos bancos públicos e privados e se buscando a diversificação dos ativos e instituições de sistema.¹³⁵

Especificamente no mercado de capitais, o problema era encarado não como a falta de poupança para o longo prazo, mas como a ineficiência de alocação de recursos em razão da inflação, taxa de juros negativas e ineficiência do mercado. Dessa maneira, foram criados incentivos fiscais para estimular a aquisição de ações e debêntures, com a ideia de substituir o financiamento público inflacionário de longo prazo pela poupança do setor privado. Entretanto, o governo, ao mesmo tempo, decidiu transferir fundos públicos para o investimento de longo prazo que foram destinados a empresas nacionais privadas e por meio de instituições financeiras privadas.¹³⁶ Assim, houve dupla transferência de recursos públicos ao setor privado: diretamente, por meio de concessão de crédito público oriundo de fundos constituídos compulsoriamente, e indiretamente, por meio da regulação de

¹³³ NIGRO, M. Interventi. In: NIGRO, M.; MARTÍN-RETORTILLO, S. **La disciplina publicistica del credito**. Padova: Cedam, 1970, pp. 460-470.

¹³⁴ Cf. SARAI, L. Ob, cit.

¹³⁵ Cf. SARAI, L. Ob, cit, pp. 73-74.

¹³⁶ STUDART, R. **Investment Finance in Economic Development**. London: Routledge, 1955, p. 151.

debêntures e seu incentivo com isenção fiscal.

Resumidamente, após uma fase de liberalização financeira e de crises bancárias entre os anos de 1988 e 2002, ainda durante a implementação do Plano Real, e outra fase entre os anos de 2003 e 2006, em que houve ampliação do acesso ao sistema financeiro e ao crédito e entrada dos bancos estrangeiros no mercado nacional, os anos de 2007 a 2011 encerram intensa concentração bancária, levando os bancos brasileiros à competirem internacionalmente, principalmente com a apreciação do real. Apesar destas transformações, o mercado de capitais nunca se firmou como fonte de financiamento de longo prazo, sendo que até recentemente 90% do crédito concedido ao setor privado passava pela intermediação dos bancos.¹³⁷ Isso ocorreu por um motivo recorrente: fatores de decisão política macroeconômica, principalmente em relação aos juros, que, devido ao seu altíssimo patamar, mantiveram operações de curto prazo ligadas aos títulos públicos ou crédito de curto prazo mais atrativos que a assunção de risco na concessão de crédito de longo prazo.

A atual base normativa que organiza o sistema de crédito no Brasil é formada pela Constituição Federal e pela Lei nº 4.595/64. Conforme já afirmado, a competência para legislar sobre o assunto é da União, justificada pelo caráter nitidamente nacional da moeda e do crédito, bem como sua ligação à própria soberania nacional. Existem, ainda, outros órgãos que tratam de partes da matéria e emitem portarias ou regulações normativas, como o Banco Central, o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários.

O artigo 192 da CF ainda determina a estruturação de todo o sistema financeiro nacional para a promoção do desenvolvimento equilibrado e para servir aos interesses da sociedade, ou seja, deve ser formatado para atingir os objetivos constitucionais dispostos no artigo 3º da mesma CF.

Infraconstitucionalmente, a Lei nº 4.595/64, recepcionada como lei complementar, no que concerne ao crédito, afirma a necessidade de se buscar o volume de recursos necessários às necessidades da economia na busca pelo desenvolvimento nacional, principalmente compatibilizando as políticas creditícia, monetária e fiscal, sendo uma medida essencial para calibrar esse volume seu direcionamento.

Por sua vez, o aspecto subjetivo da ação estatal em relação ao crédito diz respeito aos agentes que praticam as atividades a ele relacionadas. A justificativa para a atuação de agentes estatais, conforme visto, está na carência da atuação privada relativamente à

¹³⁷ TORRES FILHO, E. T. Crédito direcionado e direcionamento do crédito: situação atual e perspectivas. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 13, n. 25, jun. 2006, p. 37.

concessão de crédito de longo prazo e para inovação, que envolvem altos riscos.

A própria pessoa política pode conceder crédito por meio de lei, apesar da Lei nº 4.595/64 restringir a atividade creditícia às instituições financeiras. Todavia, o meio mais comum é a utilização da Administração Indireta, principalmente pela possibilidade de supervisão ministerial para assegurar eficiência administrativa e por determinação do Decreto-lei nº 200/67.

Neste ponto, ainda cabe esclarecer que não é a penas a busca pela eficiência a justificativa para a atuação do Estado no mercado de crédito. Como visto, além de evitar crises sistêmicas, existe a motivação de sanar falhas de mercado principalmente relacionadas à escassez de crédito, uma vez que a iniciativa privada demonstrou não ter condições de atender plenamente às necessidades sociais. Assim, não é apenas a eficiência relativa ao lucro que deve orientar a ação estatal, mas o suprimento de um interesse coletivo.

Também existe a possibilidade de contratação de empresas privadas para a atuação no mercado de crédito. Entretanto, o Estado teria mais condições de conduzir propriamente sua atuação do que impor condutas aos agentes privados. A adoção das estatais seria sedimentada, desta forma, pelo atendimento ao interesse coletivo, pelo controle de setores estratégicos, pela gestão macroeconômica e pela redução das desigualdades locais e regionais.¹³⁸ Isto não significa que a atuação indireta não possa cumprir tais medidas. Pelo contrário, ela deve servir como complementação à concessão de crédito no longo prazo.

A personalidade jurídica de direito privado das entidades da Administração indireta ligadas à concessão de crédito é apenas um formato para adequar a gestão à concorrência, sendo a atuação no mercado e uma exigência do artigo 173 da CF para fazer cumprir a igualdade em relação aos agentes privados, não derogando a finalidade de se atingir o interesse público.

As sociedades de economia mista e as empresas públicas são, nessa linha, os instrumentos indicados para intervenção na atividade econômica (atividade econômica em sentido estrito), segundo o artigo 173 da CF e o artigo 5º do Decreto-lei nº 200/67. Isto quer dizer que, apesar da gestão privada, existem peculiaridades que distinguirão estes entes dos agentes privados, especialmente quando se tratar de crédito oficial, no qual incide o regime jurídico público e, conforme artigo 163, VII, da CF, que determina

¹³⁸ Cf. SARAI, L. Ob. cit, pp. 89-90.

desenvolvimento regional. Outras peculiaridades estariam relacionadas aos bancos públicos, que não se sujeitariam aos regimes de intervenção e liquidação extrajudicial, conforme artigo 1º da Lei nº 6.024/74.

Após estas breves considerações, cabe ressaltar que, sob o aspecto subjetivo estatal, o que importa para a presente tese que trata do financiamento de longo prazo por meio de debêntures incentivadas é o próprio ente político que efetua a regulação do setor de crédito, no caso, a União, e o órgão regulador, que é a Comissão de Valores Mobiliários. A União, inclusive, utiliza parte do fundo público para renunciar à sua receita tributária. Cabe a ela escolher a forma de atuação do mercado, o seu formato, a escolha dos agentes que serão beneficiados, o volume de recursos, e outras funções relativas à concessão de crédito. Os bancos públicos entrariam de forma indireta em alguns casos específicos, tornando-se compradores ou fornecendo garantias às próprias debêntures. Neste caso, os bancos públicos também entram como parte do aspecto subjetivo de atuação estatal no mercado de capitais.

5.2 ESTADO BRASILEIRO, DIREITO E O SISTEMA DE CRÉDITO NACIONAL LIGADO À INFRAESTRUTURA

O sistema de crédito trata de relações de tempo na ordem econômica, sendo sua regulação fundamental para que os agentes econômicos atuem no longo prazo, independentemente de existir um mercado privado de crédito.

No Direito Econômico, os instrumentos jurídicos ligados à disciplina creditícia para a implementação das políticas públicas ligadas à infraestrutura, de acordo com a ordem econômica estabelecida constitucionalmente, tem papel fundamental, pois buscam reger a atuação dos agentes que operam diretamente com os fluxos monetários, seja sob um aspecto macro ou microjurídico, evidenciando-se uma das formas jurídicas pela qual o Estado estabelece uma política pública para captação de *funding*, seja por meio de sua atividade financeira e de regulação do crédito.

Além da estabilidade do ciclo de produção do capital industrial, a variação dos ciclos do capital dinheiro, do capital produtivo e do capital mercadoria devem ser considerados quando da análise dos projetos que envolvem infraestrutura, dado o longo prazo e a existência de inúmeras etapas intermediárias que originam diversos tipos de riscos. E o crédito se relaciona a tais ciclos, principalmente em relação ao capital monetário.

Segundo David Harvey, o crédito (i) equaliza o lucro ao facilitar o fluxo do capital monetário entre setores diversos, (ii) reduz os custos de circulação e reduz o tempo de rotação do capital, facilitando sua aceleração, e (iii) centraliza o capital ao permitir a expansão de escala de empresas privadas ou privatizando empresas públicas.¹³⁹ Pode funcionar tanto como alavanca a circulação de moeda, gerando desenvolvimento se empregado em meios produtivos, quanto como “droga”, caso seja destinado meramente a fins especulativos, funcionando como mecanismo de expropriação que vai além da mais-valia, uma vez que o produto do trabalho acaba sendo direcionado para o pagamento de dívidas apenas.

O termo “crédito”, por sua vez, pode ter diversas abordagens. Sob o aspecto da moral, ele é visto como confiança em uma relação. No âmbito econômico, pode ser encarado como transferência de riqueza para futura restituição acrescida de encargos (juros), que representam a recompensa pela cessão de liquidez. Juridicamente, é um negócio jurídico bilateral.¹⁴⁰

Neste último aspecto, apesar de não se exigir confiança para a celebração do negócio, ela está presente como manifestação de vontade das partes, que tem expectativas envolvidas nas prestações e no seu cumprimento, seja voluntariamente ou coativamente.¹⁴¹ Esta manifestação, todavia, não se confunde com a própria operação de crédito, o que não significa que a confiança não seja elemento essencial ao crédito, mesmo envolvendo ampla incerteza. O capital também entra como elemento indispensável, apesar de, muitas vezes, apenas o credor o possuir. Isto ocorre por ele ser, exatamente, o objeto do estabelecimento da relação.

A operação de crédito, por outro lado, envolve distintas definições de acordo com o seu regime jurídico. Pode constituir, além do acordo privado de empréstimo, ou simplesmente mútuo feneratício,¹⁴² os empréstimos públicos.¹⁴³ Estes últimos também não se confundem com os termos “crédito oficial”, facilitado por uma instituição de crédito com personalidade distinta do próprio Estado, mas por ele garantido, e “crédito público”,

¹³⁹ Cf. HARVEY, D. Ob, cit.

¹⁴⁰ COMPARATO, F. K. **O seguro de crédito**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, pp. 26-31.

¹⁴¹ Cf. SARAI, L. Ob, cit, p. 21.

¹⁴² BALEEIRO, A. **Direito tributário brasileiro**. 10. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1996, p. 271.

¹⁴³ Sérgio Assoni Filho define o empréstimo público como um contrato (administrativo) de direito público, já que se trata de um contrato oferecido pelo ente público tomador com base em seu crédito e com vistas ao atendimento de uma determinada finalidade pública e com cláusulas fixadas unilateralmente, o qual é aceito pela outra pessoa jurídica de direito público ou privado que efetuam a entrega do montante solicitado. ASSONI FILHO, S. **Crédito público e responsabilidade fiscal**. Porto Alegre: Núria Fabris Editora, 2007, p. 48.

que seria a própria reputação do Estado para pagar suas obrigações. O “crédito oficial”, por sua vez, não se confunde com subsídio (artigo 14, parágrafo 1º da Lei Complementar 101/00), que importa renúncia de receita estatal, e com a subvenção (artigo 12, parágrafo 2º, da Lei 4.320/64), configurada na transferência de recursos para determinado interesse público a ser atingido.¹⁴⁴

Diversas operações de crédito podem ser realizadas por intermediários financeiros em apenas uma operação econômica vista em conjunto, motivo pelo qual Mario Nigro acredita ser o próprio crédito um conjunto de fenômenos econômicos por onde são realizadas interposições de capitais, principalmente os monetários.¹⁴⁵

De qualquer forma, importante notar que, conforme afirmado, a confiança é elemento essencial do crédito. Mas, não apenas isto, ela é a base do sistema financeiro (monetário e de crédito) de uma sociedade. A moeda nada mais é do que um certificado de que o portador tem um crédito, algo a receber, perante determinada sociedade. Conforme Polanyi afirmou, ela representa um poder de compra, uma mera ficção, assim como o trabalho e a terra, não constituindo propriamente uma mercadoria produzida.¹⁴⁶ Isto ocorre porque existe um ente central para fazer com os outros elementos da sociedade aceitem essa ficção. O crédito, por sua vez, envolve ainda mais confiança, já que é uma antecipação da própria moeda para devolução futura. Ambos, moeda e crédito, portanto, representam poder e podem ensejar dominação, conforme o seu direcionamento.¹⁴⁷ Apesar de instrumentais, não são neutras.

A instituição que sustenta a fé e a confiança tanto na moeda quanto no crédito é o Direito. A moeda, em si, é considerada uma instituição jurídica, sendo definida pelo Estado como meio de pagamento através do ordenamento jurídico. Do contrário, sem esta referência, não haveria sentido na existência própria da moeda como meio de circulação de valor, já que os diversos agentes econômicos poderiam utilizar quaisquer outros meios e forcarem os outros a aceitarem de qualquer maneira.¹⁴⁸

O crédito, como visto, é um negócio jurídico, ou seja, possui garantia de cumprimento assegurada também pelo ordenamento jurídico. Como se percebe, desta forma, a própria política econômica é instrumentalizada pelo Direito. Lembrando que o ordenamento jurídico, mesmo instrumentalizando a ficção destes institutos, também pode

¹⁴⁴ Cf. SARAI, L. Ob, cit., pp. 22-23.

¹⁴⁵ Cf. NIGRO, M. Ob, cit., p. 453.

¹⁴⁶ Cf. POLANYI, K. Ob, cit.

¹⁴⁷ DE CHIARA, J. T. **Moeda e ordem jurídica**. Tese (Doutorado). 1987. Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, 1987, pp. 74-80.

¹⁴⁸ Cf. DE CHIARA, J. T. Ob cit., p. 58.

servir como instrumento de contramovimento do capital, barrando os efeitos do mercado autorregulável.¹⁴⁹

As crises financeiras do capitalismo ocorrem muitas vezes pela quebra desta fé nos meios de pagamento do capital. Principalmente no longo prazo ela se apresenta como variável extremante volátil, pois está ligada à imprevisibilidade de se prever rendimentos futuros, ou seja, à expectativa ou estado de confiança dos agentes econômicos.¹⁵⁰

No caso brasileiro, a intervenção, e não apenas a atuação estatal no sistema de crédito, sempre foi relevante para contrabalancear o ajuste externo imposto ao Brasil pelas sucessivas crises financeira do capitalismo. Especificamente quanto à concessão de crédito, destacam-se os bancos públicos de desenvolvimento, seja pelo induzimento à industrialização e geração de infraestrutura desempenhado em seu estágio inicial,¹⁵¹ seja, atualmente, pela atuação direta no mercado de crédito direcionado às grandes empresas nacionais ou mesmo à oferta de crédito subsidiado às empresas pequenas e de médio porte.

5.2.1 CRÉDITO COMO INFRAESTRUTURA DA ATIVIDADE ECONÔMICA

A regulação do crédito, como atividade financeira estatal que é, aproxima-se do conceito de infraestrutura. Esta pode ser entendida como o conjunto de atividades e estruturas da economia que servem de base para o desenvolvimento de outras atividades consideradas relevantes para a sociedade. Por exemplo, abrange os principais setores que subsidiam os domicílios e a produção ligados à prestação de serviços públicos, tais como energia, transportes e telecomunicações.

Apesar de inexistir uma definição padrão de infraestrutura, conforme já afirmado anteriormente, existem alguns elementos comuns encontrados na literatura, como os custos fundados, a intensidade de capital e a essencialidade dos benefícios propiciados, além do incremento da própria atividade produtiva e bem-estar da sociedade.¹⁵²

Aproximando-se ambos os conceitos, o de infraestrutura e o de crédito, pode-se perceber que o segundo, assim como o primeiro, é fundamento da própria atividade

¹⁴⁹ Cf. POLANYI, K. Ob, cit.

¹⁵⁰ KEYNES, J. M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Atlas, 1982.

¹⁵¹ CENTRO INTERNACIONAL CELSO FURTADO DE POLÍTICAS PARA O DESENVOLVIMENTO. **Memórias do desenvolvimento n° 4**. Rio de Janeiro: Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, setembro de 2010, ano 4, n° 4. Disponível em < http://www.centrocelsofurtado.org.br/interna.php?ID_M=139 >. Acesso em 18 set. 2015.

¹⁵² SILVA, D. T. **Política industrial e desenvolvimento regional: o fomento estatal dos arranjos produtivos locais**. 2010. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo, 2010, p- 23.

econômica, sendo um pré-requisito para o desenvolvimento de outras atividades.¹⁵³ E Rolf Stober afirma que a responsabilidade pela infraestrutura está ligada ao que ele denomina de “infraestrutura monetária e financeira” para fornecer a base de desenvolvimento econômico.¹⁵⁴

À vista disso, considerando o crédito como infraestrutura e, portanto, como pressuposto da própria atividade econômica, coloca-se o problema de como efetuar a sua distribuição na sociedade, principalmente quando ele for insuficiente para atender ao interesse público.¹⁵⁵ A disciplina da atividade creditícia, dado que envolve diversas instituições e a distribuição dos recursos em uma sociedade, trata exatamente da conciliação entre o interesse privado e o interesse público, já que se refere à infraestrutura de toda atividade econômica. Assim, não pode ser deixada ao alvedrio das vicissitudes do mercado autorregulado, sob pena de levar a própria economia de um Estado ao colapso. A regulação do crédito, tanto público quanto privado, deve se sujeitar aos interesses gerais que esta atividade implica.

Dentro da metodologia proposta, o crédito, sob um enfoque macrojurídico, envolve o conceito de infraestrutura, pois se refere a um sistema que se preocupa com as fontes e distribuições de recursos em determinada sociedade. Pelo enfoque microjurídico, pelo contrário, diz respeito à contratação do crédito de forma individualizada.

Portanto, diferentes formas de regulação da economia são exigidas do Direito Econômico e Financeiro quando tratam do financiamento de longo prazo por meio do crédito: aquelas direcionadas a coordenar os agentes econômicos de uma maneira ampla, considerando todos os ciclos de capital, e aquelas cujo enfoque seria o acesso ao mercado e a realização do lucro considerados individualmente ou por um grupo determinado.

5.2.2 CRÉDITO LIVRE, CRÉDITO DIRECIONADO, NEGÓCIO DE CRÉDITO E NEGÓCIO À CRÉDITO

Dentro do tema abordado, ainda é interessante notar a análise proposta por Leandro Sarai em relação à diferenciação entre o crédito livre e o crédito direcionado. Apesar de ser comum atribuir a origem do segundo às entidades estatais, na realidade, o crédito direcionado se distingue por ser selecionado para setores ou atividades determinadas e ter seus recursos regulados por lei ou ato normativo, motivo pelo qual esta

¹⁵³ BERCOVICI, Gilberto. Infraestrutura e desenvolvimento. In: BERCOVICI, Gilberto; VALIM, Rafael (Coords.). **Elementos de Direito da Infraestrutura**. São Paulo: Contracorrente. 2015. pp. 17-26.

¹⁵⁴ STOBER, R. **Direito administrativo econômico geral**. São Paulo: Saraiva, 2012.

¹⁵⁵ Cf. SARAI, L. Ob. cit., p. 37.

distinção não deve levar em conta apenas o agente no qual os recursos têm origem, embora grande parcela do crédito direcionado tenha origem nos bancos públicos. Inclusive, seria muito difícil distinguir a origem pública ou privada destes recursos.¹⁵⁶

O direcionamento do crédito seria apenas uma das três formas pela qual o Estado atua no mercado de crédito. As outras duas seriam a regulação e a política monetária. Especificamente, ele afetaria as próprias condições de crédito em relação aos tomadores considerados prioritários pelo governo, sendo efetuado de diversas formas, como a concessão de condições vantajosas ou maiores garantias governamentais. Os mecanismos de alocação do crédito seriam feitos diretamente por meio do Estado, concedido pelos bancos públicos com recursos do orçamento ou captados do setor privado pelo Estado, ou indiretamente, concedendo-se empréstimos no setor privado, mas com benefícios governamentais. Neste último caso, a origem do crédito é unicamente privada, sendo que o Estado apenas estimularia por meio de prêmios ou punições os agentes privados para que realizassem ou não operações de crédito. Tal estímulo seria a oferta de garantias ou reduzindo o custo da operação por meio de subsídios ou equalização de taxas de juros.¹⁵⁷

Desta forma, o direcionamento, de um modo amplo e jurídico, ocorre quando existe uma norma que determina a concessão do crédito por meio de sanções positivas ou negativas, atingindo tanto entes públicos quanto privados, alterando, voluntariamente, o curso normal que o crédito teria no mercado. É válido lembrar que também existe a possibilidade de captação de recursos compulsoriamente e posterior destinação, como no caso de fundos públicos. Além da poupança, o direcionamento do crédito pode ser realizado por meio de captação de recursos oriundos do mercado de capitais. As debêntures incentivadas se enquadram exatamente dentro desta ideia de crédito direcionado.

Outra distinção relevante levantada por José Tadeu De Chiara procura solucionar uma confusão teórica acerca do crédito decorrente da atividade de intermediação financeira e o crédito decorrente de operações mercantis, o que pode impactar justamente no arranjo criado pela política econômica para financiamento de longo prazo.

Segundo o autor, o padrão monetário serve como sistema de referência que permite aos negócios “à crédito” (operações mercantis) e “de crédito” (operações financeiras) ter a moeda como objeto exclusivo. Nas operações de comércio, cujo pagamento pelo adquirente é realizado a prazo, constitui-se direito de crédito do

¹⁵⁶ Cf. SARAI, L. Ob. cit., pp. 41-42.

¹⁵⁷ TORRES FILHO, E. T. Mecanismos de direcionamento do crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. (Orgs.). **Ensaio sobre Economia Financeira**, Rio de Janeiro: BNDES, 2009, p. 13.

comerciante contra o devedor, o que é diferente do mútuo (empréstimo em dinheiro), consistente na entrega da posse e da propriedade da moeda ao mutuário. O crédito de titularidade do comerciante gerado pela operação comercial tem natureza de contrato acessório ao negócio principal (compra e venda). Já na hipótese de empréstimo de moeda (física ou escritural) o devedor é imediatamente investido de liquidez, podendo adquirir bens ou serviços independentemente de qualquer outro negócio em relação ao credor. Trata-se de crédito financeiro, dado que a prestação e a contraprestação possuem a mesma natureza (entrega de moeda), que é operado pelo sistema bancário e resulta na expansão dos meios de pagamento, ampliando a liquidez nos mercados e poder de compra, de modo a expandir a procura efetiva. O crédito financeiro viabiliza o crédito comercial, de maneira que a restrição do primeiro implica limitação do segundo, pois os comerciantes geralmente recorrem ao sistema bancário com o objetivo de financiar as operações de suas empresas.¹⁵⁸

Estes conceitos de negócios “à crédito” e “de crédito” se relacionam diretamente às perspectivas microjurídica e macrojurídica, respectivamente. O negócio “à crédito” é uma operação mercantil que considera apenas a relação individual entre comerciante e devedor, já que acessório ao negócio principal, ou seja, para se adquirir apenas um bem específico, difere-se o pagamento no tempo. O negócio “de crédito”, por sua vez, ao expandir os meios de pagamento, ampliando a liquidez nos mercados e poder de compra, é benéfico para o sistema como um todo, envolvendo diversos agentes.

Na presente tese, esta distinção é relevante, pois as debêntures compõem um negócio “de crédito” e não “à crédito”. O arranjo jurídico de financiamento de longo prazo por meio das debêntures de infraestrutura cria uma alternativa ao próprio financiamento de longo prazo com outros instrumentos jurídicos, procurando criar um mercado para isto. Diferentemente, caso fosse “à crédito”, o financiamento consistiria apenas em uma linha de empréstimo, público ou privado.

5.3 INOVAÇÕES FINANCEIRAS PARA FORMAÇÃO DE *FUNDING* E O MERCADO DE CAPITAIS

Apesar de examinada a importância histórica do BNDES na formação de *funding* para o financiamento da infraestrutura, verificam-se problemas relacionados à condição

¹⁵⁸ Cf. DE CHIARA, J. T. Ob cit., p. 84-85.

fiscal do Estado brasileiro que acabam por tolher a maior atuação direta na concessão de crédito. Os motivos para tanto envolvem questões de política econômica e outras relacionadas às variáveis macroeconômicas, como os juros. O que se percebe, entretanto, é uma estagnação deste tipo de atuação e a busca por novos instrumentos de formação de *funding* para o financiamento da infraestrutura, que incentivem o fluxo de gastos em investimento, empréstimo e renda, principalmente os ligados ao mercado de capitais.¹⁵⁹

Além dos instrumentos jurídicos tradicionais utilizados pelo Estado brasileiro, outros devem ser criados para mitigar incertezas, transformando-as em riscos mensuráveis, que possam ser contornados. O acesso à informação é condição essencial para tanto, permitindo ao agente econômico se precaver contra a ocorrência de evento não desejável.

No caso do financiamento de longo prazo, todavia, o principal risco está associado à falta de liquidez dos bens dados como garantia ao financiamento, o que exige uma conjunção de instrumentos específicos para cada evento incerto, mas provável, como a garantia de conclusão e operação do projeto ou a garantia de pagamento do serviço da dívida durante todo o projeto. Neste sentido, a constituição de uma estrutura garantidora é essencial para diluir a incerteza, alocando-se os riscos em uma cadeia complexa e não linear. Esta estrutura deve envolver garantias tradicionais e outras específicas para cada agente econômico que possuir determinado capital com temporalidade distinta, tais como as obrigacionais, contratuais, institucionais e financeiras. Além destas garantias privadas, o poder público também pode oferecer outras quando o projeto de infraestrutura estiver direcionado à prestação de serviços públicos, como a vinculação de receitas ou a criação de fundos garantidores.

No Brasil, conforme anteriormente afirmado, praticamente inexistiu financiamento de longo prazo sem a constituição de fundos públicos por meio de poupança compulsória. Entretanto, nos últimos anos foram incentivados outros instrumentos privados de captação de recursos para tanto. Os motivos disto estão ligados à uma certa estabilidade econômica durante um determinado período e ao esgotamento do fundo público frente outras demandas sociais.

Isto não quer dizer a substituição do financiamento direto estatal por meio de bancos de desenvolvimento, mas evidencia a necessidade de outros instrumentos jurídicos que atuem com ele de forma coordenada, complementando o fundo público. A regulação do financiamento de longo prazo utilizada pelo Brasil centrada eminentemente na utilização

¹⁵⁹ Cf. COSTA, F. N. Ob, cit., p. 40.

de fundos públicos e no BNDES foi insuficiente para o desenvolvimento do país, apesar de ter cumprido adequadamente sua função em determinada época e ter gerado, basicamente, a única infraestrutura de que o país dispõe. Apesar disto, o banco e a formação de fundos públicos ainda representam instrumentos fundamentais para que o Estado implemente políticas públicas constitucionalmente determinadas com o intuito superar o subdesenvolvimento no atual contexto capitalista contemporâneo, uma vez que o ele possui o dever constitucional de alinhar sua atividade financeira para este objetivo e o contexto mundial impõe tal atividade nos países menos desenvolvidos.

Juntamente com o financiamento público, instrumentos jurídicos de captação de recursos privados para o longo prazo podem ser utilizados para suprir falhas de mercado, no caso, a ausência de crédito a longo prazo privado para investimento em capital fixo, decorrentes de entraves incontornáveis que o inviabilizaram, tais como a existência abundante de crédito público ou a instabilidade regulatória e macroeconômica. Também eles podem ser considerados como parte do arcabouço institucional relacionado ao financiamento de longo prazo, permitindo suprir a lacuna de coordenação entre agentes econômicos privados.

O papel destas outras fontes de recursos, além das públicas, deve ser entendido concomitantemente e de acordo com cada etapa de um projeto ou obra de infraestrutura, permitindo, inclusive, a redução de gastos públicos.

Em uma perspectiva microjurídica, ligada às relações que se concretizam entre indivíduos, estes instrumentos também devem ser voltados para as condições individuais e que possibilitem a cada participante calibrar sua expectativa de retorno. Nela, o Direito Econômico fornece técnicas contratuais e obrigacionais que contribuem para a segurança entre o relacionamento dos diversos agentes envolvidos no projeto, como a composição de garantias de diversos matizes.

Neste sentido, no Sistema Financeiro Nacional, realiza-se, dentro do mercado de valores mobiliários, a intermediação de recursos de maneira direta, privada, entre os agentes econômicos, em que o risco de uma possível inadimplência é dos próprios investidores.¹⁶⁰ Esta intermediação, geralmente de médio e longo prazo, adquire a forma de títulos que são denominados valores mobiliários,¹⁶¹ dentre os quais se incluem as

¹⁶⁰ CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Portal do Investidor, **Primeiros Passos**. 2017. Disponível em <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Entendendo_mercado_valores.html>

¹⁶¹ A definição de quais títulos são considerados valores mobiliários está inserida no artigo 2º da Lei nº 6.385/76, sendo que as debêntures estão no inciso II. BRASIL. Lei nº 6.385/76, de 07 de dezembro de

debêntures, que seriam valores mobiliários representativos de dívida e que dão a seus detentores um direito de crédito sobre a companhia emissora. As operações que os envolvem, bem como seus participantes, são reguladas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).¹⁶²

Considerando que houve aumento da riqueza pessoal no Brasil nos últimos anos, descontando-se o período de recessão entre os anos de 2015 e 2016, a sua captação pode se dar por meio do lançamento de produtos ligados aos valores mobiliários que incentivem a formação de um *funding* para servir como base ao financiamento de longo prazo. Por exemplo, além de títulos públicos, corporativos, bancários, de cessão de crédito, outras inovações podem incentivar os investidores a selecionarem outros ativos mais favoráveis ao desenvolvimento da infraestrutura.¹⁶³

A atuação do Estado por meio das debêntures de infraestrutura, instrumento de uma intervenção estatal por indução, já que se prestaria a incentivar a participação do mercado de capitais e, portanto, de agentes privados, no financiamento de longo prazo, deve ter por escopo a redistribuição destes recursos disponíveis em direção outra que não sua esterilização no mercado financeiro.

Desta forma, a regulação do crédito por meio das chamadas debêntures de infraestrutura se constitui como ferramenta jurídica eficaz para a construção de uma política pública de financiamento de longo prazo da infraestrutura brasileira, possibilitando a coordenação com viés desenvolvimentista de agentes e capitais atualmente disponíveis, realocando-os de forma a atender ao interesse público.

1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em 10 dez. 2018.

¹⁶² CVM significa Comissão de Valores Mobiliários (CVM) criada em 07/12/1976 pela Lei 6.385/76, com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. A CVM é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, **Sobre a CVM**, 2017. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/cvm.html>. Outros órgão que compõe o mercado de debêntures seriam a CETIP (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos), que é responsável pela colocação e negociação dos títulos por meio do SDT e do SND, e que opera no mercado de balcão nas etapas de registro, custódia, compensação e liquidação, e que é disciplinada por normas de autorregulação. A BMF&Bovespa ainda possui dois sistemas de negociação de títulos privados de renda fixa, o Bovespa Fix e o Soma Fix. Cf. AMARAL, J. R. G, Ob, cit., pp. 132-135.

¹⁶³ Cf. COSTA, F. N. Ob, cit., p. 25.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Brasil se encontra inserido dentro do estágio de expansão financeira do capitalismo, o qual gerou uma quebra de paradigmas dos regimes de acumulação e levou à mudança do arranjo institucional e das funções do Estado contemporâneo. Este, apesar de possuir menor poder interventivo frente aos controladores do capital financeiro global, ainda faz a intermediação entre capital interno e internacional e desempenha novas funções, como a de rearticular interesses globais, nacionais, regionais e locais de organização política e econômica, desempenhando um papel no desenvolvimento de novas estratégias de acumulação. E esta intermediação é realizada de acordo com a posição que determinado Estado ocupa no sistema mundial centro-periferia, em que as economias periféricas, como a brasileira, servem à expansão das economias centrais.

Como consequência, cria-se a necessidade do Estado brasileiro, com vistas superar a condição de subdesenvolvimento, realizar um planejamento em busca da internalização dos centros de decisão econômica e de uma maior homogeneização social, mesmo que desempenhando outras funções que não as tradicionais ligadas à fase anterior do capitalismo produtivo, uma vez que ele, historicamente, sempre possuiu uma posição chave na regulação da economia brasileira. Ou seja, o desenvolvimento em países periféricos, como o Brasil, deve ser perseguido por meio da atuação direta do Estado em direção a um projeto nacional autônomo e soberano de superação da condição de subdesenvolvimento, que coordene agentes econômicos em prol da expansão do mercado interno, aumentando a capacidade produtiva e a homogeneização social em uma ordem econômica fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa.

Referido planejamento deve, necessariamente, considerar o investimento em infraestrutura, o qual é a base para o provimento de bens e serviços essenciais e, portanto, para o próprio desenvolvimento. Tal investimento envolve a atividade financeira estatal na regulação do crédito e na formação de um *funding* que abarque toda a complexidade que envolve projetos de longo prazo. Para tanto, a internalização dos centros de decisão deve objetivar o preenchimento da ausência de um núcleo endógeno de financiamento público e privado nacional que garanta endogenamente a intermediação financeira do potencial de poupança, impedindo a sua esterilização pelo capital financeiro.

Por isso, a criação de alternativas institucionais e arranjos jurídicos, por meio do planejamento que vincule a atividade financeira do Estado brasileiro e que seja capaz de

realizar a conexão entre a formação bruta de capital fixo e o sistema de crédito, criando um núcleo endógeno de financiamento público e privado nacional, é condição essencial para o desenvolvimento. A estabilização, por meio do crédito, das interações entre os agentes envolvidos no processo de financiamento de longo prazo, apta a criar um núcleo endógeno parta tanto, eliminaria a necessidade de se passar pelo endividamento externo, evitando-se a destruição das finanças públicas após cada ciclo de crise financeira internacional e se preservando o crescimento da infraestrutura nacional. E a utilização das debêntures de infraestrutura neste arranjo jurídico pode ser de grande auxílio na coordenação de diversos interesses.

O Direito, mais especificamente, o Direito Econômico e o Financeiro, fornece as formas e diretrizes para a concepção de tais arranjos jurídicos, os quais terão por objetivo a intermediação entre a acumulação doméstica, de acordo com a posição periférica que o Estado brasileiro ocupa no sistema mundial da economia-mundo, e, também, conforme sua fase de expansão.

Desta maneira, a atividade financeira estatal planejada, consubstanciada em diversos instrumentos jurídicos, é essencial ao financiamento da infraestrutura com vistas à busca do desenvolvimento.

Neste sentido, a conjugação de uma visão sistêmica e uma individualizada permite que sejam efetuadas considerações em relação ao processo de acumulação de capital e sua destinação aos fatores produtivos. Não que as conclusões levem a um certo otimismo ou à constatação de uma evolução histórica e institucional, mas se possibilita, ao menos, a realização de análises menos superficiais.

A regulação de um instrumento jurídico, como as debêntures de infraestrutura, mostra-se como ferramenta factível para a captação de recursos privados no mercado de capitais e para a constituição de *funding* destinado à infraestrutura. Atuando de acordo com as finalidades impostas pela Constituição Federal, pode servir para a coordenação dos agentes privados e dos capitais atualmente disponíveis, realocando-os de forma a perseguir tais objetivos.

Esta possibilidade, no entanto, apenas será consubstanciada na realidade brasileira se adequadamente implementada, principalmente considerados fatores macroeconômicos. Para esta verificação, ainda é necessário estabelecer alguns parâmetros da debênture incentivada como instrumento complementar na formação de *funding* para o financiamento da infraestrutura nacional, principalmente os relacionados ao volume de movimentação financeira, ao estabelecimento de garantias e aos agentes que atuam neste mercado.

A conclusão diversa a que se pode chegar é a de que estes instrumentos se prestaram apenas para proporcionar maior concentração de capital disponível na economia, direcionando recursos a empresas ou grupos de empresas, sem atender aos ditames constitucionais relativos ao desenvolvimento.

PARTE 2 A DEBÊNTURE DE INFRAESTRUTURA COMO INSTRUMENTO COMPLEMENTAR NA FORMAÇÃO DE *FUNDING* PARA O FINANCIAMENTO NACIONAL ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016

1 INTRODUÇÃO

Conforme visto, o papel do Estado brasileiro é essencial para a estabilização das finanças internas, efetuando o próprio processo de acumulação por meio do seu poder soberano, da moeda, da dívida pública e da tributação, dada a posição periférica que o Brasil ocupa no sistema mundial centro-periferia no contexto da economia-mundo. Este papel pode ser realizado por meio de um planejamento em busca da internalização dos centros de decisão econômica e de uma maior homogeneização social, que permita o financiamento da infraestrutura nacional sem passar pelo endividamento externo. Dentro desta ideia, o exercício da atividade financeira estatal por meio da regulação do crédito através das debêntures de infraestrutura em um arranjo jurídico constituidor de *funding* destinado ao financiamento de longo prazo, pode possibilitar a captação de recursos privados, direcionando-os às finalidades impostas pela Constituição Federal.¹⁶⁴

Isto posto, a Lei Federal nº 12.431/2011, criadora das debêntures de infraestrutura, objetivou não apenas o aperfeiçoamento do regime jurídico das debêntures para facilitar sua emissão, atrair mais investidores e incentivar o desenvolvimento da infraestrutura, mas também aperfeiçoar o mercado secundário destes títulos. Inclusive, dentro do mercado de títulos privados, as debêntures, por sua própria natureza, são os instrumentos que mais apresentam características que as tornam mais propícias ao investimento em infraestrutura.

Como afirmado, a regulação de um instrumento jurídico como este pode se

¹⁶⁴ Como o escopo do presente trabalho é demonstrar a atuação estatal para compor o financiamento da infraestrutura por meio das debêntures de infraestrutura, conjugando-se uma visão macrojurídica e uma microjurídica, não se realizará um detalhamento da chamada “vida” da debênture, ou seja, da sua criação, emissão, colocação, circulação e extinção. A descrição de sua natureza jurídica e de suas espécies serão feitas, já que fundamentais para a análise, mas foge ao intento desta tese realizar estudos tão pormenorizados, mesmo porque inúteis ao que se propõe. Isto também pode ser dito em relação à estrutura intrínseca do mercado de títulos privados, que envolve sistemas de registro, custódia, compensação e liquidação de debêntures. Para um estudo mais detalhado acerca da criação, emissão, colocação, circulação e extinção das debêntures, bem como de seus sistemas de registro, custódia, compensação e liquidação, ver Cf. AMARAL, J. R. G, Ob, cit., pp. 65-86; 132-137.

mostrar como ferramenta factível para a captação de recursos privados no mercado de capitais e para constituição de *funding* destinado à infraestrutura, o que pode impulsionar o desenvolvimento nacional de acordo com as finalidades impostas pela Constituição Federal. Ou seja, a criação de um mercado de crédito para compor o citado *funding* pode ocorrer via debêntures, que seriam conjugadas com outras formas de financiamento. E tais recursos privados podem ser percebidos pela existência de riquezas pessoal e corporativa ainda disponíveis no mercado, as quais poderiam ser realocadas nesse sentido.

Entretanto, a simples mudança de regras jurídicas sem a consideração de algumas questões de fundo, como algumas especificidades locais, considerados os campos econômico, jurídico e a infraestrutura de mercado, na construção de políticas públicas, que envolvam a coordenação entre o governo e diversos setores da iniciativa privada, dificilmente produz os resultados esperados, principalmente por se desconectarem da realidade que se impõe.

A possibilidade de atração deste capital privado disponível apenas será consubstanciada na realidade brasileira se adequadamente implementada, notadamente se envolver fatores extrínsecos e intrínsecos que cercam o instrumento. Sim, pois as externalidades buscadas pela Lei Federal nº 12.431/2011 apenas poderiam ter sentido em um contexto econômico e social em determinado período do Brasil e considerada a própria institucionalidade historicamente já estabelecida, como a que considere a participação estatal no financiamento de infraestrutura.

Não apenas a resolução de conflitos jurídicos inerentes ao instrumento jurídico em comento, como a ampliação do papel do conselho de administração na emissão dos valores mobiliários são relevantes, mas a própria conjuntura macroeconômica em que as debêntures de infraestrutura foram criadas são extremamente importantes para analisar a efetividade do instrumento no direcionamento de recursos.

Desta forma, faz-se necessário o estabelecimento de parâmetros ligados aos aspectos jurídicos intrínsecos ao instrumento, modificados pela Lei Federal nº 12.431/2011, que possibilitam uma visão microjurídica do instrumento, bem como os ligados aos aspectos extrínsecos. Além disto, a análise de acordo com a perspectiva do Direito econômico aplicado necessariamente deve envolver o quantitativo relacionado ao mercado de debêntures, como o ligado ao volume de movimentação financeira, ao estabelecimento de garantias e aos agentes que atuam neste mercado no período analisado.

Por fim, utilizando-se os parâmetros escolhidos e o quantitativo coletado, a análise deve adotar uma perspectiva que conjugue a visão macrojurídica e a microjurídica,

condição para o exame da função desempenhada pelas debêntures de infraestrutura entre os anos de 2011 e 2016 e sua utilização como ferramenta jurídica eficaz para a estabilização do processo de acumulação no financiamento de longo prazo da infraestrutura brasileira, compondo um instrumento complementar na formação de *funding*.

2 INCENTIVO AO FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA POR MEIO DO MERCADO DE DEBÊNTURES E A LEI FEDERAL Nº 12.431/2011

Um dos fatores relevantes para o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos domésticos reside na função estabilizadora da atividade financeira do Estado, já que ele aumenta a segurança econômica interna em períodos de crises conjunturais e permite a realocação dos capitais privado e público, facilitando a absorção de fluxos voláteis de capital. Além disto, um mercado de títulos privados interno robusto diminui a dependência do financiamento bancário, o que é extremamente relevante em países como o Brasil, além de reduzir fontes de risco.¹⁶⁵ Estabilizando-se as expectativas e diminuindo a influência dos bancos, incentiva-se o financiamento de longo prazo, o que é essencial para o desenvolvimento da infraestrutura.

Para se alcançar estes objetivos, além de considerações de ordem política e macroeconômicas, países da periferia do sistema capitalista, que possuem mercados de títulos corporativos frágeis, devem priorizar o desenvolvimento deste mercado por meio de uma política pública ampla, nacional, que aumente sua eficiência, ampliando a quantidade de investidores, aprimorando a infraestrutura de negociação (mercado secundário), garantindo a proteção aos investidores e aplicando um regime tarifário mais favorável.¹⁶⁶

A emissão de debêntures, dentro desta ideia, é um dos instrumentos mais conhecidos no mercado de títulos privados para tornar mais atrativa as opções de financiamento de uma companhia. Como será visto adiante, elas são títulos de dívidas privadas emitidos por empresas não-financeiras e que conferem um direito de crédito ao investidor, podendo tal título ser colocado em circulação, ou seja, são um valor mobiliário,

¹⁶⁵ IOSCO-INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. **The development of corporate bond markets in emerging market countries**, 2002. Madrid: Iosco, 2002. Disponível em < <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD127.pdf>>. Acesso em 18 mai. 2018.

¹⁶⁶ IOSCO-INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. **The development of corporate bond markets in emerging market countries**, 2002. Madrid: Iosco, 2002. Disponível em < <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD127.pdf>>. Acesso em 18 mai. 2018.

como se verá adiante mais detalhadamente.

No Brasil, elas constituem uma das formas mais antigas de captação de recursos. Pode-se afirmar que sua função econômica é possibilitar o financiamento da companhia emissora mediante empréstimo contraído a restrito número de pessoas ou, ainda, por meio da poupança popular no caso de emissão pública do mercado de capitais. Nelson Eizirik assevera, além disto, que existem outras finalidades para este instrumento, como, por exemplo, uma reorganização societária, quando se emitem debêntures conversíveis.¹⁶⁷

Dentre as principais vantagens para a empresa emitente estão a diminuição do custo médio de captação em comparação à uma operação bancária, o alongamento dos prazos e a melhor qualidade nas garantias oferecidas.

Os investidores, por sua vez, adquirem uma boa alternativa na diversificação de seus portfólios, pois estes títulos tendem a pagar melhores taxas de retornos se comparadas à títulos públicos tradicionais por apresentarem natureza mais complexa e risco mais elevado, além de poderem ser atrelados a taxas pré-fixadas, pós-fixadas e índices de preços, ou, ao fim do prazo, converterem-se em ações da empresa, tornando este um sócio com direito à lucros e dividendos. A volatilidade e a alavancagem das empresas emissoras também são fatores explicativos para o maior *spread* das debêntures.¹⁶⁸

Ainda em relação às vantagens para as empresas emissoras, pode-se também destacar que as debêntures surgem como uma alternativa aos empréstimos bancários (não apenas devido ao menor custo de captação), por oferecer condições mais favoráveis, ou aos aportes de recursos pelos próprios acionistas, já que constitui uma fonte alternativa de capital sem exigir a alteração do capital social.¹⁶⁹ Ademais, elas conferem certos direitos aos credores, como, por exemplo, a conversão em ações em alguns casos, o direito de participar da assembleia de debenturistas, a concessão de garantias especiais ou o direito à informação, por meio de um representante comum (agente fiduciário), que os coloca em posição de vantagem em relação a um contrato firmado com uma instituição financeira, tornando as debêntures mais atrativas.

Principalmente, a vantagem para a companhia pelo seu financiamento por meio da emissão de debêntures ao invés do financiamento bancário reside na própria distinção do

¹⁶⁷ EIZIRIK, N. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 319.

¹⁶⁸ EOM, Y. H.; HELWEGE, J.; HUANG, J-Z. Structural models of corporate bond pricing: an empirical analysis. **Review of Financial Studies**, v. 17, n. 2, 2004, p. 499-544.

¹⁶⁹ MÜSSNICH, F. A. M. As recentes Alterações com Respeito à Competência para Emissão de Debêntures. In: CASTRO, R. R. M.; WARDE JUNIOR, W. J.; GUERREIRO, C. D. T. (Coords.) **Direito Empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 540.

negócio jurídico, que importa maior ou menor pulverização do poder de controle. Enquanto no financiamento bancário se tem uma relação jurídica bilateral, na qual não se admite a livre circulação da dívida sem a anuência do credor, na emissão em série de um título de dívida se tem a subscrição e integralização por uma massa de credores desconhecida e que passam a formar uma relação protegida pelo Direito Societário e de Mercado de Capitais, permitindo-se a livre circulação.¹⁷⁰

Por fim, a relação entre a emissão de debêntures e o desenvolvimento econômico é uma via de mão dupla. O aumento da primeira gera o segundo, enquanto que o desenvolvimento e a estabilização econômica incentivam a primeira.

Mais especificamente, comparando-se o mercado de debêntures com o mercado de crédito bancário como instrumentos complementares e concorrentes no financiamento de longo prazo, alguns estudos sugerem a existência de cointegração, sendo o primeiro (mercado de debêntures) causa do crescimento econômico. Além disto, tal mercado parece apresentar evidências de ser mais relevante do que o mercado de crédito bancário para influenciar o desenvolvimento.¹⁷¹

Neste sentido, a maior participação do setor privado como operador e investidor no setor de infraestrutura via mercado de títulos privados tem sido a tônica em países periféricos nas últimas décadas, apesar do setor público ainda ser o grande agente econômico neste campo. O incentivo do investimento em infraestrutura, desse modo, perpassa pelo desenvolvimento deste mercado, que deve apresentar a solidez e capacidade suficientes para gerar o fluxo de capitais necessários.¹⁷²

No Brasil, o desenvolvimento deste mercado está condicionado ao aumento da sua eficiência, à ampliação dos instrumentos jurídicos disponíveis, à proteção dos investidores e à utilização de uma tributação mais favorável.¹⁷³ Mesmo sem estas condições, entre 2005 e 2010 o investimento privado em infraestrutura saltou de um patamar de 10% para 20% do PIB, chegando a US\$ 150 bilhões em 2014, o que demonstra sua relevância.¹⁷⁴

E, dentro do mercado de títulos privados, as debêntures apresentam características

¹⁷⁰ Cf. AMARAL, J. R. G. Ob, cit., p. 3.

¹⁷¹ PIMENTEL, R. C.; PERES, E. F.; FRANCO DE LIMA, G. A. S. O Mercado de Debêntures e o Financiamento Produtivo no Brasil: Uma Análise de Cointegração e Causalidade. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 5, n. 11, 2011. Data de acesso: 22/03/ 2018. Disponível em <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=235219872002>>

¹⁷² BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Evolução recente do mercado de debêntures no Brasil: as debêntures incentivadas. **Texto para Discussão 2158, IPEA**. Brasília, novembro de 2015. pp. 12-13.

¹⁷³ FMI-Fundo Monetário Internacional. **Local currency bond markets—a diagnostic framework**, 2013. Disponível em < <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/070913.pdf> >. Acesso em 18 mai. 2018.

¹⁷⁴ Cf. BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Ob, cit., p. 13.

que as tornam mais propícias ao investimento em infraestrutura. A característica da fungibilidade, torna-as ideais para pagamentos em longo prazo, especialmente por conferirem o direito a uma prestação periódica ao seu titular. A fungibilidade também permite às debêntures desempenhar o papel de verdadeiros valores econômicos, o que, de uma perspectiva macrojurídica, permite a criação de um mercado difuso e independente do mercado primariamente criado com a emissão.

Por estas razões, conforme também afirmou Otávio Yazbek,¹⁷⁵ a Lei Federal nº 12.431/2011 teve por escopo o aperfeiçoamento do regime jurídico das debêntures para facilitar sua emissão, atrair mais investidores e incentivar o desenvolvimento da infraestrutura, além de aperfeiçoar o mercado secundário destes títulos.

3 APONTAMENTOS ACERCA DE ALGUNS OBSTÁCULOS PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL

O financiamento de longo prazo nacional foi realizado, historicamente, por meio da constituição e distribuição de fundos públicos, cuja composição teve origem em poupança compulsória, como o FGTS e o FAT, funcionando o Estado como garantidor final de todo o risco financeiro.

O mercado de títulos privados nacional, do qual as debêntures fazem parte, mesmo a partir das mudanças efetuadas na Lei nº 6.404/76 e com a criação do “Novo Mercado”,¹⁷⁶ ainda possuía, e possui, entraves, principalmente presentes na referida lei societária, que tolhiam destes títulos a habilidade de criar um mercado em larga escala, o que, como se verá, foi parcialmente objeto de correção pela Lei Federal nº 12.431/2011.

Além do mais, as debêntures sofrem a concorrência de outros ativos financeiros, como ações e títulos públicos, sendo que a incidência igualitária de tributos, a falta de facilidade de acesso e a relação pouco transparente com os investidores contribuíram para o tamanho reduzido deste mercado.¹⁷⁷ Inclusive, o *spread* destes títulos sofre influência

¹⁷⁵ Cf. YAZBEK, Otavio. Ob, cit., p. 572.

¹⁷⁶ A criação do “Novo Mercado de Renda Fixa” (NMRF) adveio de um código que sugeria algumas práticas pelos emissores de debêntures, como prazo médio de emissão e impossibilidade de recompra. Ele foi criado pela ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais em seu ambiente autorregulatório, com o intuito de desenvolver o mercado de títulos privados de renda fixa para financiamento de longo prazo.

¹⁷⁷ Cf. BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Ob, cit., pp. 9-10.

destes outros ativos.

Todavia, conforme anteriormente afirmado, verificou-se, nos últimos anos, um certo crescimento deste mercado com a ampliação da utilização de instrumentos privados de captação de recursos para o financiamento de longo prazo, tais como as citadas debêntures ou a expansão do próprio mercado de capitais e do mercado de securitização, os quais também favorecem a maior rotação de capital e o compartilhamento dos riscos do negócio.

Diversos foram os fatores que contribuíram para este crescimento: manutenção de uma taxa de juros da economia menos elevada por um maior período de tempo; os crescentes imperativos dos investimentos em infraestrutura e a necessidade premente do desenvolvimento desta; as limitações do BNDES e da questão fiscal nacional; a inadequação dos instrumentos de financiamento bancário, os quais, no Brasil, ainda refletem o comportamento dos bancos privados, parasitários do Estado e beneficiários da inflação, ante a ausência de um capitalismo endógeno; e a existência de um mercado acionário que também não atende às necessidades do financiamento de longo prazo, apesar da possibilidade de sua utilização complementar.

Estes fatores, segundo Otavio Yazbek, sobrevieram da própria necessidade do desenvolvimento de um mercado de títulos de dívida privados ligada à disjunção entre os atuais instrumentos e as fontes de recursos existentes, que atendam também a outras necessidades, e a certos empecilhos que perderam alguma força nos últimos anos.¹⁷⁸

Os empecilhos, na realidade, estão calcados em um amplo quadro de fundo, o qual mitigou a possibilidade de utilização das debêntures para o financiamento de longo prazo no Brasil. E tal quadro, seguindo a metodologia proposta na presente tese, deve estar ancorada também a uma perspectiva macrojurídica.

Sob um olhar macro, pode-se observar que a quase ausência de um mercado de dívida privada é uma característica de todos os países inseridos na periferia do sistema capitalista. Não se levando em conta o duvidoso argumento do efeito *crowding out*, teoricamente causado pela elevada emissão de títulos da dívida pública, os Estados tendem a possuir elevadas taxas de juros na economia, o que inibe a atratividade dos títulos privados. A manutenção de elevadas taxas de juros na economia por um longo período parece ser o maior problema para o atraso deste mercado privado, já que inibiu o lançamento de títulos privados e concentrou a demanda em papéis públicos, estes

¹⁷⁸ Cf. YAZBEK, Otavio. Ob. cit., p. 565.

extremamente seguros, dado que possuem o Estado como garantidor final.¹⁷⁹

A baixa liquidez do mercado secundário de títulos de dívida privada, ou sua quase inexistência, também reduz drasticamente a demanda por estes títulos, o que deforma a formação de preços que seria estabelecida. Este problema está também atrelado à questão da própria infraestrutura de mercado, sendo necessária a adoção de políticas públicas que estabeleçam coordenadamente as práticas mais adequadas a serem adotadas pelos agentes privados, como, por exemplo, mecanismos que aumentem a transparência na demonstração de como os preços são formados. A definição de padrões negociais e a criação de serviços especializados também contribuiriam para este tipo de infraestrutura.¹⁸⁰ Ademais, em razão dos sistemas centralizados de custódia e compensação, bem como de sua forma escritural, as debêntures privilegiam os investidores institucionais, o que inibe a formação de um amplo mercado secundário.¹⁸¹

Os riscos de crédito, ou seja, inadimplimento e dificuldades de cobrança, bem como a falta de liquidez, também comprometem demasiadamente o desenvolvimento do mercado. Além disto, a indexação elevada da economia, que afeta tanto a dívida privada quanto a pública, com índices muito atrelados à taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) e ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI), dificultam o estabelecimento de novos padrões de financiamento com índices mais adequados.

Regimes tributários impróprios, padrões culturais, assimetria de informação, escassa padronização dos títulos,¹⁸² uma infraestrutura de mercado de capitais construída para lidar com o mercado acionário e o pouco envolvimento dos investidores institucionais são também fatores determinantes para inibir o financiamento de longo prazo privado.

Verificadas as dificuldades sob uma perspectiva macro, os problemas relacionados à orientação microjurídica também são relevantes e podem ser enfrentados mais diretamente. Nesta visão, tem-se questões de duas ordens, uma relativa à regulação do mercado de debêntures, propriamente dito, onde se operam nos ramos do Direito societário e Direito de mercado de capitais, foco da Lei Federal nº 12.431/2011, e outra ligada às questões de outros ramos do Direito relacionados com tal mercado, como o tema específico

¹⁷⁹ TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. **O elo perdido: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e propostas**. São Paulo: Instituto de estudos para o desenvolvimento industrial (IEDI), 2012.

¹⁸⁰ Cf. YAZBEK, O. Ob, cit., pp. 571-572.

¹⁸¹ Cf. AMARAL, J. R. G, Ob, cit., p. 136.

¹⁸² ANBIMA - ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Proposta para a Ampliação e o Alongamento de Prazos no Mercado de Títulos Privados de Renda Fixa no Brasil**. São Paulo: ANBIMA, 2011.

dos tributos aplicados ao título privado, questão esta, por exemplo, também parcialmente resolvida pela Lei Federal nº 12.431/2011.¹⁸³

Isto posto, de uma forma geral, afirma-se que a solução para o desenvolvimento do mercado de dívida privada não passa apenas pela alteração de determinado regime legal ou pela retirada de entraves legais. A simples mudança de regras jurídicas sem a consideração das citadas questões de fundo, dificilmente produz os resultados esperados, principalmente por se desconectarem da realidade tratada. A saída deve, possivelmente, passar pelas especificidades locais, considerados os campos econômico, jurídico e de infraestrutura de mercado, na construção de políticas públicas que envolvam a coordenação entre o governo e diversos setores da iniciativa privada.¹⁸⁴

4 ASPECTOS JURÍDICOS DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA

4.1 A IMPORTÂNCIA DA LEI FEDERAL Nº 12.431/2011 PARA A CONSTRUÇÃO DE UM CORPO DOUTRINÁRIO SOBRE TÍTULOS DE DÍVIDA PRIVADA

A incipiência do mercado de debêntures no cenário nacional relegou este instrumento a segundo plano no desenvolvimento acadêmico. O assunto sempre foi tratado no âmbito do Direito societário, antes ligado à Lei nº 6.404/76 e às questões das dívidas societárias ou de governança empresarial, dificilmente se encontrando estudos específicos sobre a matéria, com enfoque próprio no Direito de mercado de capitais, cujas funcionalidades são diferentes daquele outro ramo do Direito.¹⁸⁵

Foi a Lei nº 6.404/76, inclusive, que primeiramente reformulou inteiramente a figura da debênture, colocando fim às imprecisões terminológicas, estabelecendo tipos de acordo com as garantias oferecidas e limites de emissão. Entretanto, a necessidade do desenvolvimento de um mercado de títulos de dívida privada nacional demandou maiores formulações teóricas sobre este próprio mercado e, por conseguinte, sobre as debêntures, pois o aperfeiçoamento jurídico deste instrumento é condição necessária para o fortalecimento do financiamento de longo prazo privado nacional, já que ele configura um típico instrumento financeiro, com aplicabilidades diversas de outros instrumentos.

¹⁸³ Cf. TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L., 2012.

¹⁸⁴ Cf. YAZBEK, O. Ob, cit., pp. 568-571.

¹⁸⁵ Cf. YAZBEK, O. Ob, cit., p. 566.

E reside aí a relevância da Lei Federal nº 12.431/2011. Se ela ainda não despertou maiores manifestações doutrinárias, o que, obviamente, não é o caso desta tese, ao menos aperfeiçoou o regime geral para as debêntures, buscando a criação de um mercado, desvinculando-o em parte do plano do Direito societário, apesar de ter também realizado efetivas modificações na própria Lei nº 6.404/76.

De todo modo, o referido diploma legal pode ter iniciado o progresso de maiores estudos sobre instrumentos financeiros que contribuam para o desenvolvimento de um mercado de títulos de dívida privada nacional, especialmente para o longo prazo.

4.2 NATUREZA JURÍDICA DA DEBÊNTURE

Não é possível realizar uma análise de um instrumento jurídico dentro de determinado tema, como o financiamento de longo prazo da infraestrutura, sem se definir, ao menos, a natureza jurídica deste instrumento. Quer dizer, é imperioso o estabelecimento da dogmática que atinge tal instrumento, já que é ela a internalizadora desta figura no sistema jurídico e que permite sua instrumentalização e operacionalização em políticas públicas. Por isso, definir-se-á a natureza jurídica das debêntures.

Entre 1893 e 1976 as debêntures eram reguladas por leis específicas, o que gerou diversas imprecisões terminológicas. Foi apenas com o advento da Lei nº 6.404/76 que houve uma sistematização do instrumento, válida até hoje, com algumas alterações, inclusive as realizadas pela Lei Federal nº 12.431/11.¹⁸⁶ Além disto, no campo autorregulatório, entidades como a BMF&Bovespa e ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), no desenvolvimento do “Novo Mercado de Renda Fixa”, criaram regras em relação às ofertas públicas das debêntures por meio de um Código de Melhores Práticas.

José Romeu Garcia do Amaral pontua que o conceito jurídico clássico de debênture está atrelado à teoria do mútuo, visão ainda prevalecente na doutrina brasileira, que a considera como um empréstimo, um mútuo propriamente dito, efetuado entre uma pessoa jurídica de direito privado e um tomador, chamado de debenturista. A debênture seria o documento que comprova este empréstimo. Emitida a obrigação, cria-se uma relação de débito e crédito entre tais partes.¹⁸⁷

Cabe aqui se ressaltar que não se trata da captação de recursos por meio da

¹⁸⁶ Cf. AMARAL, J. R. G, Ob, cit., p. 16.

¹⁸⁷ Cf. AMARAL, J. R. G, Ob, cit., p. 35.

emissão de ações, que confeririam a qualidade de sócio ao investidor, mas de instrumento de dívida, um título de renda fixa com resgate predeterminado. Isto, todavia, não impede que as debêntures sejam conversíveis em ações.

A debênture, portanto, para muitos autores, cria uma relação bilateral decorrente de um contrato de mútuo. Para outros, como Tulio Ascarelli, tratar-se-ia de relação unilateral, já que independeria da sua relação subjacente, uma vez que poderia ser criada para pagar alguma dívida, por exemplo.¹⁸⁸

Posteriormente, com o advento da teoria geral dos títulos de crédito, juntamente com o artigo 52 da Lei nº 6.404/76, passou-se a considerar a debênture também como um título de crédito, com peculiaridades de mútuo especial, principalmente por existir o fracionamento da dívida em partes iguais na própria escritura, distinguindo-se do mútuo simples em razão de sua emissão. Desta forma, a debênture possuiria autonomia e literalidade, mas não independência e abstração, tendo por base um negócio jurídico, que pode ser um mútuo ou uma dação em pagamento, por exemplo.

Entretanto, ela não seria um título de crédito *stricto sensu*. As debêntures seriam títulos emitidos em série (ou em massa), disciplinados da mesma forma a conferir os mesmos direitos a quem os deter (dentro da mesma série). Por essa razão, adquirem a característica da fungibilidade, o que as torna ideais para pagamentos em longo prazo, especialmente por conferirem o direito a uma prestação periódica ao seu titular. Os títulos singulares ou *stricto sensu*, por outro lado, possuem um negócio jurídico diferente para cada título, o que os torna infungíveis e aceitáveis para pagamento a curto prazo, principalmente por normalmente não preverem o pagamento de prestações periódicas. Portanto, a principal característica das debêntures em relação aos títulos de crédito singulares é a sua fungibilidade oriunda da emissão em série com características idênticas, podendo ser substituídas umas por outras sem qualquer variação de ordem econômica.

Esta fungibilidade torna as debêntures verdadeiros valores econômicos, o que, de uma perspectiva macrojurídica, permite a criação de um mercado difuso e independente do mercado primariamente criado com a emissão. Por tal razão, diz-se que as debêntures seriam valores mobiliários e não títulos de crédito. Inclusive, a negociação dos valores mobiliários ocorre em mercados organizados, diferentemente dos títulos *stricto sensu*, que são comercializados por instituições financeiras principalmente.

Atualmente, nem mesmo a relação entre valores mobiliários e títulos de crédito

¹⁸⁸ Cf. AMARAL, J. R. G, Ob, cit., p. 35.

existe. Para diversos autores¹⁸⁹ não é possível se criar uma relação gênero e espécie entre as duas figuras, notadamente porque o papel por ambos desempenhado é muito diferente. Além da função, outras diferenças evidentes são relevantes. Os “títulos em massa” ou valores mobiliários não carregam literalidade ou cartularidade, sendo que a relação originária pode ser modificada independentemente da vontade do credor, como por decisões majoritárias da assembleia geral dos debenturistas. Desta forma, a debênture não apenas não pode ser considerada um título de crédito *stricto sensu*, mas sequer um título de crédito.

Considerando-se isto, para diversos autores, a natureza jurídica das debêntures seria a de valor mobiliário, o que também é confirmado pela legislação, especialmente pela Lei 4.728/65 e pela Lei 6.385/76.¹⁹⁰

E, realmente, após o surgimento da Lei nº 6.385/76 e do Código Civil, as debêntures deveriam melhor ser enquadradas na categoria de valores mobiliários, os quais, por sua vez, são oriundos historicamente do conceito de títulos de crédito, mas deles se distinguindo.¹⁹¹ A diferenciação entre as duas figuras, como visto, estaria no fato dos valores mobiliários não possuírem literalidade e cartularidade, apenas conferindo ao seu titular um direito de crédito em face da sociedade emissora nas condições previstas na escritura de emissão.¹⁹² Além disto, a debênture pode gerar mais do que um direito a crédito, como o direito de participação, por exemplo.

A base da debênture, cabe lembrar, não necessariamente precisa ser um negócio jurídico bilateral como o mútuo, mas pode haver motivação em outros negócios jurídicos, como satisfação de serviços prestados e dívidas anteriores, o que caracteriza a autonomicidade e serialidade do título.¹⁹³ A criação da debênture, por outro lado, deve ser definida como um negócio jurídico unilateral com base em diversos tipos de negócios. Outrossim, não há como categorizar a debênture como espécie de contrato de mútuo.

Valor mobiliário seria o investimento oferecido ao público, em que o investidor

¹⁸⁹ LUCCA, N. As bolsas de Valores e os Valores Mobiliários. In: **Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários. Série Cadernos do Conselho da Justiça Federal**. N. 16. Brasília: CJF, 1999.

¹⁹⁰ Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição. BRASIL. Lei nº 6.385/76, de 07 de dezembro de 1976.

Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em 10 dez. 2018.

¹⁹¹ MATTOS FILHO, A. O. O conceito de valor mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Ano XXIV. Nova Série n. 59. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985, p. 34.

¹⁹² SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA (STJ). Recurso Especial n. 1321243-RJ (2012/0072888-9), Rel. ministro Luiz Felipe Salomão, 4ª Turma. Data do julgamento: 18/06/2013. Data de publicação: Dje 12/08/2013.

¹⁹³ Cf. AMARAL, J. R. G, Ob, cit., p. 40.

não possui controle direto e onde a aplicação é feita em pecúnia, bens ou serviços, sempre com expectativa de lucro, sem a necessidade de emissão do título para materializar a relação obrigacional.¹⁹⁴ Eles representam uma dívida em relação à companhia emissora e um direito de crédito em relação ao debenturista a partir das condições estabelecidas em sua escritura. Ou, segundo o artigo 1º da Lei 10.198/01, constituem-se valores mobiliários, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. Valoriza-se nestas concepções a oferta pública de investimento em contraposição à posição de um credor singular.

Distinguir suas características também é relevante para a futura avaliação da eficácia do instrumento. Segundo Ary Oswaldo Mattos Filho, o valor mobiliário se caracterizaria por possuir (i) contribuição para o investimento, (ii) tratar de um empreendimento comum (com gestão por terceiro, com ou sem participação do investidor), (iii) expectativa de lucro, (iv) ser um contrato de risco, (v) não possibilitar o controle do empreendimento pelo investidor, (vi) gerar direitos e obrigações para as partes envolvidas, com ou sem documento, (vii) e que o gestor dos recursos ligados ao empreendimento tenha expertise necessária para realiza-la.¹⁹⁵ Por sua vez, a CVM coloca como características dos valores mobiliários: *full disclosure* (dever de divulgar fato relevante), instrumentalidade para assegurar o controle do mercado, serialidade, circulabilidade e transferibilidade.¹⁹⁶

Portanto, as debêntures, considerando-se todos estes conceitos e características, além da definição legal, encaixam-se na categoria de valores mobiliários, possuindo, portanto, tal natureza jurídica.

Ela constituiria um valor mobiliário¹⁹⁷ representado por um título de dívida emitido em série,¹⁹⁸ o qual atribui poderes ao seu titular que nela conste, e tem por função financiar a empresa por meio de diversos credores, além de ser livremente negociado em mercado. Cada debênture é uma parcela específica desta dívida e, dentro da série em que

¹⁹⁴ Cf. MATTOS FILHO, A. O. Ob, cit., p. 49.

¹⁹⁵ Cf. MATTOS FILHO, A. O. Ob, cit., p. 49.

¹⁹⁶ Cf. AMARAL, J. R. G, Ob, cit., p. 48.

¹⁹⁷ Para uma comparação entre as debêntures e outros valores mobiliários, como partes beneficiárias e notas comerciais, ver Cf. AMARAL, J. R. G, Ob, cit., pp. 57-62.

¹⁹⁸ A emissão pode ser dividida em séries com condições distintas, sendo que cada uma pode ter valores diferentes e conferir direitos diversos, mas não podem ter espécies distintas, uma vez que as garantias ofertadas devem respeitar a igualdade entre os debenturistas. Cf. MÜSSNICH, F. A. M. Ob, cit., p. 548.

foi emitida, é padronizada, fungível, conferindo os mesmos direitos a seus titulares.¹⁹⁹

Apenas para ressaltar, além de valor mobiliário, a debênture foi incluída no rol do artigo 784, I, do CPC (Código de Processo Civil), como um título executivo extrajudicial, podendo também ser entendida como tal.

4.3 SUJEITOS DA DEBÊNTURE E PRINCIPAIS PARTES ENVOLVIDAS NO MERCADO DE DEBÊNTURES

Conforme já afirmado, a debênture é um valor mobiliário emitido por sociedades por ações, representativo de dívida e que assegura a seus detentores o direito de crédito contra a companhia emissora.

Desta forma, especificamente em relação ao valor mobiliário em si, tem-se dois sujeitos principais: a empresa emissora (sociedades anônimas de capital aberto ou fechado) e o detentor do valor mobiliário com direito a crédito em relação à emissora ou debenturista (investidor que empresta dinheiro para a companhia por meio da aquisição das debêntures e em troca recebe uma remuneração de acordo com o prazo e taxas ou indicador definidos no momento da aplicação, conforme estipulado em um contrato específico chamado "Escritura de Emissão"). Nacionalmente, os compradores das debêntures simples são os investidores institucionais, tais como grandes bancos, fundos de pensão e seguradoras,²⁰⁰ os investidores estrangeiros e os investidores individuais.

Especificamente em relação às debêntures de infraestrutura criadas pelas Lei Federal nº 12.431/11, existem exigências adicionais para que uma empresa possa ser emissora. Ela deve se constituir em uma Sociedade de Propósito Específico-SPE (Art. 2º, *caput*) ou ser uma concessionária, permissionária, autorizatória ou arrendatária de serviço público (§1º-A) ou, ainda, uma sociedade controladora destas empresas (§1º-B), todas obrigatoriamente organizadas sob a forma de sociedade por ações e ligada aos projetos de

¹⁹⁹ Cf. MÜSSNICH, F. A. M. Ob, cit., pp. 539-540.

²⁰⁰ Especificamente, no Brasil, a Instrução nº 554/14, da CVM, que altera, entre outros normativos, a Instrução nº 539/13, divide os investidores em três grupos: investidores profissionais, investidores qualificados e os investidores de varejo. Investidores institucionais são os investidores profissionais que possuem capacidade técnica avaliada pela CVM, como as instituições financeiras, companhias de seguro e as entidades abertas ou fechadas de previdência complementar, bem como os fundos de investimento. Ressalte-se que os Regimes Próprios de Previdência Complementar (RPPC) instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios são, em princípio, caracterizados como investidores de varejo, mas poderão ser classificados como investidores profissionais ou qualificados, desde que observem a regulamentação específica. ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Classificação dos Investidores e *Suitability* no Mercado de Valores Mobiliários**. Disponível em <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios.htm#02> Acesso em 31 out. 2018.

interesses do governo federal.

Pela perspectiva dos participantes que atuam no mercado de debêntures, além da empresa emissora e do debenturista, outros agentes possuem relevância, especialmente no processo de venda e distribuição pública das debêntures, dentre os quais se encontram a instituição financeira intermediária, que atua como coordenador líder da emissão ou no sindicato de bancos para a distribuição do ativo, as agências de classificação de risco (*rating*), e as instituições que prestam os serviços de liquidação e custódia.²⁰¹

Em relação à tutela do interesse dos debenturistas, existe outra figura importante, o Agente Fiduciário, que atua principalmente na fiscalização do cumprimento das condições pactuadas na Escritura. Ainda, a Assembleia de debenturistas, onde os titulares de debêntures da mesma emissão ou série podem, a qualquer tempo, reunir-se a fim de deliberar sobre matéria de interesse da comunhão dos debenturistas, é outro agente relevante. Segundo a Lei nº 6.404/76, art. 71, referida assembléia é órgão soberano de deliberação.²⁰²

Internamente a companhia emissora, a decisão para a emissão de debêntures é, normalmente, privativa da assembleia geral de acionistas, o que a torna relevante no processo. Todavia, em companhias abertas, outro órgão ganha relevância: o conselho de administração também poderá deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, respeitadas as condições estatutárias. Ou, ainda, o estatuto da companhia aberta poderá autorizar o conselho de administração a deliberar sobre emissão de debêntures conversíveis em ações, desde que dentro do limite de capital autorizado.

4.4 ESPÉCIES DE DEBÊNTURES

José Romeu Garcia do Amaral utiliza o critério legal, o qual é ligado às causas extintivas do valor mobiliário, para distinguir as espécies de debêntures. Alerta apenas que ela deve ser vista como um instrumento a ser utilizado de acordo com as necessidades de financiamento da empresa emissora. Elas seriam: simples, perpétuas ou conversíveis em ação.²⁰³ Estas últimas conferem aos seus detentores o direito potestativo de converter a dívida em ações da companhia na data do vencimento, cabendo-lhes escolher se os

²⁰¹ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Introdução às debêntures.** Disponível em <<http://www.debentures.com.br/espacodoinvestidor/introducaoadebentures.asp#>>. Acesso em 02 out. 2018.

²⁰² Para melhor elucidação do tema acerca da tutela dos debenturistas, ver Cf. AMARAL, J. R. G., Ob, cit.

²⁰³ Cf. AMARAL, J. R. G., Ob, cit., p. 49.

dividendos terão remunerações superiores aos juros da dívida ou não. Exercido o direito, o crédito é extinto e o debenturista se torna acionista com iguais direitos aos antigos acionistas.²⁰⁴ Essa opção é extremamente relevante para transformar as debêntures em instrumentos de captação de recursos e, portanto, para o desenvolvimento do mercado de capitais. Ainda se pode incluir as debêntures permutáveis nesta classificação, as quais seriam conversíveis em ações de outra empresa que não a emissora.

Quanto à forma, segundo a Lei nº 6.404/76, arts. 31, 34 e 63, as debêntures podem ser nominativas, hipótese em que há emissão de certificado em nome do titular, ou escriturais, quando não há emissão de certificado, mas há obrigatoriedade de contratação de instituição financeira responsável pelo depósito dos títulos em nome dos titulares, sendo estas últimas as mais utilizadas.²⁰⁵

Outros autores, baseados na Lei nº 6.404/76, art. 58, costumam dividir as debêntures em quatro tipos: (i) as com garantia real, (ii) as com garantia flutuante, em que o credor teria preferência sobre os credores quirografários, (iii) as quirografárias e (iv) as subordinadas, que não conferem qualquer preferência.²⁰⁶ Todavia, concorda-se com José Romeu Garcia do Amaral acerca da crítica para esta classificação. Na verdade, ela apenas representaria o tipo de garantia que viria ligada à debênture, um direito acessório, não uma característica que lhe é intrínseca. A confusão ocorre porque a Lei nº 6.404/76, erroneamente, utiliza o adjetivo “espécie” nestes casos.

A Lei Federal nº 12.431/2011 criou duas novas espécies de debêntures, visto que estabeleceu regime jurídico próprio e características específicas para sua emissão, ou seja, características intrínsecas, principalmente ligadas a projetos de investimento e projetos de infraestrutura.

4.4.1 DEBÊNTURES DE INVESTIMENTO E DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA

A edição da Lei Federal nº 12.431/2011, objetivando estimular o investimento e o financiamento da infraestrutura por meio de debêntures, estabeleceu um novo regime jurídico e um tratamento tributário privilegiado para estes instrumentos financeiros

²⁰⁴ Cf. MÜSSNICH, F. A. M. Ob. cit., p. 549.

²⁰⁵ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Introdução às debêntures**. Disponível em <<http://www.debentures.com.br/espacodoinvestidor/introducaoadebentures.asp#>>. Acesso em 02 out. 2018.

²⁰⁶ ABRÃO, B. F. **As debêntures de infraestrutura como novo instrumento propiciador do investimento privado no Brasil - regime jurídico**. São Paulo: Insper, 2013. 72 f. Monografia (LLM – Legal Law Master). Programa de pós-graduação em Direito. Área de concentração: LLM em Direito Societário – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, 2013.

destinados ao financiamento do investimento de longo prazo. Este regime se caracteriza por benefícios fiscais para a aquisição de títulos longos, de emissores privados não-financeiros, por não residentes e para detentores de debêntures de infraestrutura e buscaram incentivar a utilização destes instrumentos como forma de viabilizar a captação de recursos para o financiamento de investimentos e ampliar o acesso ao mercado de capitais.

Assim, a Lei Federal nº 12.431/2011 criou duas novas espécies de debênture, as quais possuem algumas características específicas, tais como a emissão por SPE (Sociedade de Propósito Específico) constituída sob a forma de S/A para captar recursos para projetos ligados à infraestrutura ou produção, taxas de juros prefixadas, prazo médio superior a 4 anos, negociação em mercados regulamentados e destinação a projetos ligados à infraestrutura ou produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação (PD&I). Ou seja, conforme dito, estabeleceu um novo regime jurídico para estes valores mobiliários.

Uma das características mais marcantes deste tipo de debênture, todavia, é o seu tratamento fiscal incentivado.²⁰⁷ O citado diploma legal instituiu um tipo de isenção fiscal ligada a um valor mobiliário para fomentar tanto o investimento em infraestrutura e PD&I como o próprio mercado de capitais, ou seja, criou um tipo específico de fomento estatal econômico por meio de isenção.

Em âmbito nacional, a isenção, segundo Regis Fernandes de Oliveira, seria a suspensão da eficácia da hipótese de incidência de norma tributária mediante lei específica para tanto, dispensando-se, por conseguinte, o pagamento de um tributo que seria devido. É instrumento de extrafiscalidade.²⁰⁸ Salienta-se a importância de não confundir a isenção com o subsídio, cujo instrumento orçamentário é a subvenção, que seria o auxílio financeiro para ajudar entidades públicas ou particulares a desenvolver certas atividades e que pode adquirir caráter social ou econômico, segundo o parágrafo 3º do artigo 12 da lei 4.320/64.

Tanto a isenção quanto a subvenção, cabe lembrar, não podem se destinar a criar vantagem indevida que não atenda ao interesse público.²⁰⁹ No caso, está claro o caráter econômico e o interesse público, principalmente no que se refere à infraestrutura. O caráter social também pode ser verificado nos investimentos em mobilidade urbana ou

²⁰⁷ Cf. ABRÃO, B. F., Ob, cit.

²⁰⁸ Cf. OLIVEIRA, R. F., Ob, cit, p. 277.

²⁰⁹ Cf. OLIVEIRA, R. F., Ob, cit.

saneamento básico, por exemplo, que contam como setores prioritários aptos a receber as isenções fiscais.

As isenções variam conforme o investidor seja residente no exterior, residente doméstico, pessoa física ou jurídica. Para o investidor residente no exterior, a alíquota do Imposto de Renda (IR) é zero, seja ele pessoa física ou jurídica.²¹⁰ Para o residente doméstico, a alíquota é zero no caso de pessoa física e de 15% no caso de pessoa jurídica.

Considerado isto, bem como algumas consequências que decorrem deste tipo de atividade, a Lei Federal nº 12.431/11 acabou criando não apenas um tipo de debênture, mas duas formas de debêntures fora da Lei societária.

A primeira (artigo 1º, I),²¹¹ denominada debênture de investimento, seria destinada a captar recursos para alocação em projetos de investimento, inclusive voltados à pesquisa, desenvolvimento e inovação, que possui rendimentos diferentes em relação às debêntures simples previstas da Lei das S/A, principalmente introduzindo maior flexibilidade já que o emissor pode escolher o modo de remuneração, dentre as possibilidades colocadas pelo legislador (ao contrário da Lei das S/A, estas debêntures tem remuneração, portanto, fixada em lei). Este artigo atribuiu isenção fiscal apenas ao investidor estrangeiro para qualquer projeto deste tipo. Seriam títulos privados longos, tais como CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários) e cotas de FIDC (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios) fechados (não residentes) alíquota zero de IR para rendimentos de títulos privados, com características específicas de prazo médio e remuneração e recursos captados alocados em projetos de investimento, adquiridos por residentes ou domiciliados no exterior (Lei Federal nº 12.431/2011, art. 1º, MP nº 601/121 e Res. CMN nº 3.947/11) inclusive fundos soberanos e cujo originador ou cedente da carteira de direitos creditórios não seja instituição financeira (Lei nº 12.844, de 2013).

Além da destinação obrigatória, outras características das debêntures de

²¹⁰ § 4º O disposto neste artigo aplica-se:

I - exclusivamente a beneficiário residente ou domiciliado no exterior que realizar operações financeiras no País de acordo com as normas e condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. BRASIL. **Lei nº12.431, de 24 de junho de 2011.** Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm>. Acesso em 10 dez. 2018.

²¹¹ Art. 1º Fica reduzida a 0 (zero) a alíquota do imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos definidos nos termos da alínea a do § 2º do art. 81 da Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995, quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior, exceto em país que não tribute a renda ou que a tribute à alíquota máxima inferior a 20% (vinte por cento), produzidos por: I - títulos ou valores mobiliários adquiridos a partir de 1º de janeiro de 2011, objeto de distribuição pública, de emissão de pessoas jurídicas de direito privado não classificadas como instituições financeiras. BRASIL. **Lei nº12.431, de 24 de junho de 2011.** Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm>. Acesso em 10 dez. 2018.

investimento seriam: remuneração predefinida, vedada a pactuação de juros pós fixados; prazo médio de 4 anos; restrição à recompra de ações pelo emissor; proibição de resgate; vedação à retrovenda; período mínimo legal para pagamento de rendimento; negociação em mercado de valores mobiliários.

A outra seria a debênture de infraestrutura (artigo 2º),²¹² trata-se, na verdade, subtipo da primeira, mas que exige requisitos adicionais, como sua emissão por SPE²¹³ ou por uma concessionária, permissionária, autorizatória ou arrendatária de serviço público (§1º-A) ou, ainda, por uma sociedade controladora destas empresas (§1º-B), todas obrigatoriamente constituídas sob a forma de sociedade por ações, ligadas aos projetos de interesses do governo federal.²¹⁴

Mais rígido, referido artigo estende o benefício de isenção às pessoas físicas e jurídicas residentes no país que adquirirem esse título. Constituiria isenção/redução do IR para debêntures, com (as mesmas) características específicas de prazo médio e remuneração e de emissão de SPE, constituída para implementar projetos de investimento, nas áreas de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados prioritários (Lei Federal nº 12.431/2011, art. 2º - Redação dada pela Lei 12.844 -MP nº 601/12, Res. CMN nº 3.947/11 e Decreto nº 8.874, de 11/10/16, que revogou o Dec. nº 7.603, de 9/11/11).

Especificamente, regulamentação complementar prevista para as debêntures foi trazida pelo Decreto nº 8.874, de 11/10/16, que revogou o Dec. nº 7.603, de 9/11/11, e que dispõe sobre as condições para os projetos serem considerados prioritários, bem como os procedimentos aplicáveis à aprovação dos projetos e respectiva emissão das debêntures elegíveis ao benefício fiscal. De acordo com o Decreto, são considerados prioritários os projetos de investimento na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação: aprovados pelo Ministério setorial responsável,

²¹² 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 em implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal, os rendimentos auferidos por pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no País sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda, exclusivamente na fonte, às seguintes alíquotas. BRASIL. **Lei nº12.431, de 24 de junho de 2011**. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm>. Acesso em 10 dez. 2018.

²¹³ O propósito específico deve estar ligado ao desenvolvimento de projetos de investimento em infraestrutura ou produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação. Lei posterior também permitiu a emissão por concessionárias, permissionárias, autorizatórias ou arrendatórias de serviços públicos.

²¹⁴ Cf. AMARAL, J. R. G., Ob, cit.

mediante a edição de Portaria Autorizativa emitida por este, que visem processos tais como a implantação, ampliação, manutenção, recuperação, adequação ou modernização dos setores de Logística e transporte, Mobilidade urbana, Energia, Telecomunicações, Radiodifusão, Saneamento básico e Irrigação e a serem geridos e implementados por SPE constituída para esse fim.

5 O ESCOPO DA LEI FEDERAL Nº 12.431/2011 E AS ALTERAÇÕES POR ELA INTRODUZIDAS

Os problemas relativos ao mercado de títulos privados de longo prazo sob uma perspectiva macrojurídica possuem uma natureza demasiadamente ampla para serem resolvidos apenas por um diploma legal. Envolvem questões estruturais jurídicas, políticas e econômicas, conforme já foi colocado. Isto não impede, todavia, que outras dificuldades relacionadas à orientação microjurídica não possam ser diretamente enfrentadas, fornecendo benefícios mais imediatos.

Pode-se, entretanto, verificar-se alguns objetivos amplos buscados pelo governo à época da edição da lei, o que pode auxiliar a análise futura da efetividade deste diploma legal.

A Lei Federal nº 12.431/11 procurou estabelecer algumas externalidades positivas perseguidas pelo governo como meta. Segundo a Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 517, de 30 de dezembro de 2010 (EM Interministerial nº 194/2010-MF-/MDIC/MC/MCT/MEC/MME/MP), convertida na citada lei, a criação das debêntures incentivadas se fez necessária para viabilizar a construção de um mercado privado de financiamento de longo prazo, já que perspectivas de crescimento econômico demandariam a construção de uma nova base de financiamento para os projetos desta natureza, o que perpassaria pela maior participação da iniciativa privada como fonte complementar de *funding*. E este mercado privado estaria voltado para as empresas brasileiras pertencentes a setores estratégicos para o desenvolvimento.²¹⁵

Observou-se que tanto o governo quanto os bancos públicos, principalmente o BNDES, não conseguiriam continuar como promotores quase que exclusivos de financiamento de longo prazo, o que comprometeria a sustentabilidade do crescimento almejado. Em 2011, quase 90% da carteira de crédito com vencimento superior a cinco

²¹⁵ Cf. BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Ob, cit., p. 7.

anos tinha como lastro linhas oriundas de bancos de investimento, sendo que só o BNDES era responsável por quase 62% dessa carteira.

Por outro lado, o mercado de capitais naquele ano, que poderia atuar como fonte de *funding* complementar, era inexpressivo, girando em torno de 2,5% a 3% do Produto Interno Bruto (PIB), além de um mercado de títulos de dívida eminentemente concentrado em operações de curto e médio prazo, indexados a índices de juros de curtíssimo prazo, como os Depósito Interbancário (DI) ou a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC).

Desta forma, a Exposição de Motivos concluiu pela necessidade da adoção de medidas para incentivar o surgimento de um mercado de financiamento privado de longo prazo, incentivo este que não deveria estar focado apenas no barateamento ou no fomento de novas emissões, mas também no desenvolvimento do mercado secundário de negociação de tais títulos, uma vez que a factibilidade de eventual venda dos títulos adquiridos no mercado secundário, ou mesmo a possibilidade de acompanhamento da precificação de tais títulos, seria tão relevante quanto o mercado primário ligado apenas à rentabilidade dos títulos.

Portanto, as externalidades buscadas pelo governo federal poderiam ser definidas como: fomento ao financiamento de longo prazo para infraestrutura e produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação (PD&I) e fomento ao desenvolvimento de mercado de capitais para financiamento de longo prazo atraindo recursos, sobretudo, estrangeiros.

Interessante notar que nesta Exposição de Motivos há o argumento do custo-benefício desta política de fomento, que implica renúncia fiscal, ou seja, custo fiscal. Segundo este documento, ele seria muito pequeno frente à mudança estrutural que se esperava com o eventual sucesso das medidas e a consequente alteração na estrutura de financiamento de longo prazo da economia, com a renúncia atingindo o montante, conforme estimativas da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda, de aproximadamente R\$ 972 milhões, a serem incorridos nos dois primeiros anos após sua adoção.

Os problemas relacionados a uma visão microjurídica do mercado de dívidas privadas de longo prazo diretamente enfrentados pela Lei Federal nº 12.431/11 foram, na realidade, o objetivo mais alcançado por este diploma legal. Ela buscou aperfeiçoar o instrumento para possibilitar uma remuneração adequada do capital e a eliminação de ineficiências, como as sucessivas renegociações, que aumentem o risco e o seu custo, que,

ao final, são os principais incentivos ao capital privado.²¹⁶

Apesar da Lei nº 6.404/76 e do “Novo Mercado” levarem ao avanço do mercado acionário, algumas barreiras previstas na própria Lei das S/A e a ineficiência do mercado securitário de dívida dificultavam a emissão em larga escala das debêntures, o que gerou um esforço conjunto entre o governo federal, entidades do mercado e a CVM para tornar mais atrativos os investimentos em infraestrutura por meio destes instrumentos.

Este esforço culminou na Lei Federal nº 12.431/11 que buscou corrigir algumas distorções tributárias relativas às debêntures com a concessão de isenções fiscais atreladas a determinadas contrapartidas. Estas devem ser, necessariamente, ligadas ao investimento em infraestrutura e projetos de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação (PD&I) considerados prioritários.

Também foram realizadas mudanças no regime geral das debêntures. Emissão por SPE, constituída sob a forma de S/A, para captar recursos para projetos ligados à infraestrutura ou PD&I, taxas de juros prefixadas, prazo médio superior a 4 anos e a negociação em mercados regulamentados, constituem, como já mencionado, elementos alçados pela Lei Federal nº 12.431/11 para o aperfeiçoamento do regime jurídico da debênture.

Além do estabelecimento da concessão de isenções fiscais, basicamente, foram introduzidas seis novas alterações na Lei nº 6.404/76, as quais serão detalhadas a seguir de acordo com a ordem de numeração dos artigos alterados. Na sequência, será colocada a questão da correção monetária das debêntures.

5.1 REGIMES DE AMORTIZAÇÃO E RESGATE PARCIAL DAS DEBÊNTURES

Há algum tempo a redação da Lei nº 6.404/76 vinha causando uma certa confusão no tema do regime de amortização e de resgate parcial das debêntures. Isto porque ela tratava em um mesmo dispositivo duas operações distintas, equiparando-as.

Amortização, de uma forma geral, é um meio que a companhia dispõe para entregar antecipadamente aos acionistas as quantias que eles somente poderiam ter acesso se e quando a sociedade anônima vier a ser dissolvida, com a liquidação do seu patrimônio. Ela decorre da própria lei das sociedades por ações no §2º do artigo 44.

Colocando-se as debêntures no lugar das ações dentro da ideia anterior, a

²¹⁶ Cf. BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Ob, cit., p. 9.

amortização deve ser entendida como a operação pela qual determinada companhia emissora efetua pagamentos das debêntures antes de seu vencimento, sendo parcial em relação ao valor da debênture e integral em relação à série (o pagamento integral do valor implicaria resgate).²¹⁷

A Lei nº 6.404/76 estabelecia o sorteio para a realização dos pagamentos das amortizações, o que gerava dois problemas: tratamento desigualitário dos debenturistas de uma mesma série, pois o sorteio fazia com que não se atingisse todos os títulos objeto da amortização, o que vai de encontro à definição anterior, e o desestímulo à promoção da fungibilidade entre os títulos emitidos, característica esta essencial para o desenvolvimento de um mercado secundário. Por tal razão, a Lei Federal nº 12.431/11 modificou o artigo 55, §1º, da Lei nº 6.404/76, determinando o procedimento de rateio para o caso de amortizações.²¹⁸ Cabe ressaltar que tal medida, por ser sempre parcial, não permite que a debênture seja adquirida no mercado de valores mobiliários,²¹⁹ ou seja, a igualdade entre os debenturistas foi privilegiada em relação ao incentivo do mercado, o que parece correto.

Em relação ao resgate, também foram feitas algumas modificações. Nele, a companhia efetua o pagamento do valor total da debêntures, o que a retira de circulação, podendo ser total (todas as debêntures de uma série) ou parcial (apenas algumas debêntures de uma série).²²⁰ Desta forma, o sorteio é mesmo a forma mais adequada quando do resgate parcial, o que foi mantido pela nova lei.

Entretanto, abriu-se a possibilidade da companhia resgatar parcialmente debêntures, quando elas estiverem cotadas a preço inferior ao nominal, em mercado organizado de valores mobiliários, o que abrange não apenas a bolsa, mas também o mercado de balcão,²²¹ este mais adaptado à natureza do instrumento financeiro.²²² Além do

²¹⁷ Cf. EIZIRIK, N. Ob, cit., p. 339.

²¹⁸ Art. 55. A época do vencimento da debênture deverá constar da escritura de emissão e do certificado, podendo a companhia estipular amortizações parciais de cada série, criar fundos de amortização e reservar-se o direito de resgate antecipado, parcial ou total, dos títulos da mesma série.

§1º A amortização de debêntures da mesma série deve ser feita mediante rateio. BRASIL. **Lei nº12.431, de 24 de junho de 2011.** Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm>. Acesso em 10 dez. 2018.

²¹⁹ CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de Análise da SDM sobre a Audiência Pública SDM nº 01/11.** 2011, p. 6. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm0111.html> Acesso em 03 abr. 2018.

²²⁰ Cf. YAZBEK, Otavio. Ob, cit., p. 575.

²²¹ § 2º O resgate parcial de debêntures da mesma série deve ser feito:

I - mediante sorteio; ou

II - se as debêntures estiverem cotadas por preço inferior ao valor nominal, por compra no mercado organizado de valores mobiliários, observadas as regras expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários. BRASIL. **Lei nº12.431, de 24 de junho de 2011.** Dispõe sobre a incidência do imposto sobre

mais, no mesmo dispositivo, inovou-se ao exigir para esta operação a obediência à regulação da CVM, uma mudança substancialmente material. Esta modificação visou ao incremento do mercado secundário de debêntures, segundo o próprio órgão regulador.²²³

Por esse motivo, hoje, existem duas formas de aquisição de debêntures pela companhia emissora, o (i) resgate com o cancelamento do título²²⁴ e sua retirada de circulação, e o (ii) resgate para fins de manutenção do título em poder da companhia e posterior possibilidade de recolocação no mercado secundário.²²⁵

5.2 FLEXIBILIZAÇÃO DA RECOMPRA

A Lei nº 6.404/76 não permitia a aquisição de debêntures pela própria companhia emissora em valor superior ao nominal. O motivo principal de tal proibição residia no fato da possibilidade de ocorrência de tratamento desigualitário entre os debenturistas.

A nova lei, modificando o artigo 55, §2º, da Lei nº 6.404/76, permitiu este tipo de recompra, desde que observadas as regras da CVM.²²⁶ Ou seja, a regra ainda é a não permissão, mas foi aberta esta possibilidade. Segundo Otávio Yazbek, a mudança é positiva, pois permite à companhia lidar melhor com seu endividamento, uma vez que o ambiente macroeconômico mais favorável torna o endividamento anterior mais custoso, estimulando o mercado secundário de debêntures, já que se permitem operações antes vedadas e se retira de circulação títulos que não teriam mais condições de serem negociados devido ao seu preço de mercado. Ambos argumentos também foram adotados pela CVM no item 3.1 do Relatório da Audiência Pública SDM nº 01/11.²²⁷

a renda nas operações que especifica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm>. Acesso em 10 dez. 2018.

²²² Grande parte das operações dos mercados primário e secundário de debêntures são realizadas no Mercado de balcão organizado, mas a emissão também pode ocorrer no Mercado de balcão não organizado, onde as operações são realizadas entre instituições financeiras e sociedades com escopo de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria e sociedades que façam a mediação de valores, mas que estão fora do balcão organizado. Cf. AMARAL, J. R. G, Ob, cit., pp. 135-136.

²²³ CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de Análise da SDM sobre a Audiência Pública SDM nº 01/11**. 2011, p. 7. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm0111.html> Acesso em 03 abr. 2018.

²²⁴ De acordo com o procedimento previsto no artigo 74 da Lei nº 6.404/76.

²²⁵ Cf. AMARAL, J. R. G, Ob, cit., p. 98.

²²⁶ § 3º É facultado à companhia adquirir debêntures de sua emissão:

I - por valor igual ou inferior ao nominal, devendo o fato constar do relatório da administração e das demonstrações financeiras; ou

II - por valor superior ao nominal, desde que observe as regras expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários. BRASIL. **Lei nº12.431, de 24 de junho de 2011**. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm>. Acesso em 10 dez. 2018.

²²⁷ Cf. YAZBEK, Otavio. Ob, cit., p. 577.

Concorda-se com a posição do autor. Todavia, em um mercado de títulos privados incipiente como o brasileiro, a regulação da CVM deve ser suficientemente eficiente para desestimular ações que prejudiquem os interesses de determinados debenturistas quando do resgate das debêntures por valor superior ao nominal.

Procurando dar estabilidade a tal procedimento, José Roberto Garcia do Amaral justifica a equiparação da aquisição das debêntures a das ações, cuja operação foi regulamentada pela Instrução Normativa nº 10/1980 da CVM. O autor apenas ressalta que os requisitos ali elencados devem ser compatíveis entre os instrumentos, pois qualquer restrição seria ilegal, já que não existe previsão em lei no caso das debêntures, ou seja, apenas alguns dispositivos do artigo 1º poderiam ser aplicados, o que já geraria alguma segurança.²²⁸ Tal sugestão é um primeiro passo para melhor se buscar este objetivo, todavia, o mais relevante seria a CVM efetuar a regulamentação direcionada especificamente ao caso das debêntures e com vistas a incentivar o mercado secundário.

5.3 NOVAS COMPETÊNCIAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DAS SOCIEDADES EMISSORAS

A Lei nº 6.404/76 determinava a competência privativa da assembleia geral para a deliberação acerca da emissão de debêntures e suas regras, com a possibilidade de o conselho de administração deliberar apenas sobre a emissão de debêntures simples, ou seja, sem garantia real ou não conversíveis em ações. Em relação a estes outros tipos de debêntures, o conselho poderia opinar apenas sobre a oportunidade de emissão e sobre algumas características, tais como época de vencimento, época de pagamento dos juros ou modo de subscrição, apenas se a assembleia geral lhe delegasse tais funções.

Uma das vantagens de se levar a matéria à assembleia geral é a transparência em relação aos acionistas e a os habilitar a decidir sobre o endividamento da companhia.²²⁹

O problema relacionado à referida restritividade girava em torno da realidade das sociedades em geral, uma vez que, além de possuírem um processo decisório mais ágil do que a assembleia geral, o conselho de administração já tinha o poder de tomar diversas decisões mais gravosas do que a emissão de debêntures em relação ao endividamento da companhia, mas não poderia decidir acerca da utilização deste instrumento financeiro. Essa distribuição de competências rígida gerava conflito entre as funções dos dois órgãos, a de

²²⁸ Cf. AMARAL, J. R. G. Ob, cit., pp. 100-107.

²²⁹ Cf. MÜSSNICH, F. A. M. Ob, cit., p. 546.

gestão financeira do conselho de administração e a de escolha de técnica do financiamento pela assembleia geral.

Outro problema estaria ligado ao processo moroso e caro de deliberação acerca da emissão de debêntures pela assembleia geral, que exige manifestação prévia do conselho fiscal e publicação do edital por três vezes, o que poderia comprometer a expansão ou o equilíbrio patrimonial da companhia.²³⁰

A Lei Federal nº 12.431/11, objetivando a ampliação do papel do conselho de administração para facilitar a aprovação da emissão de debêntures, diminuindo-lhe obstáculos, bem como viabilizar a formação de um mercado secundário mais dinâmico, corrigiu esta situação. Alterando a Lei das S.A., atribuiu ao conselho de administração uma competência geral de deliberação sobre a emissão de debêntures não conversíveis, mas com garantias real ou flutuante, claro, com a possibilidade de restrição de tal competência por meio de alteração estatutária.²³¹ E, diga-se, não há a necessidade de autorização estatutária para tanto.

Em relação às debêntures conversíveis, o conselho também recebeu a competência de emissão, mas dentro dos limites do capital autorizado e se houver disposição estatutária, visto existir o direito de preferência dos acionistas.²³²

Em resumo, assim ficou a competência acerca da emissão de debêntures: (i) originária da assembleia para emissão de todas as espécies; (ii) originária do conselho de administração para todas as espécies não conversíveis em ações; (iii) derivada por meio de disposição estatutária para o conselho acerca das debêntures conversíveis em ações; e (iv) derivada do conselho de administração por delegação da assembleia para deliberação sobre a oportunidade de emissão.²³³

Apenas quanto a uma questão de direito intertemporal, em relação à aplicabilidade imediata de tal inovação, segundo Francisco Antunes Maciel Müssnich, o Colegiado da

²³⁰ Cf. MÜSSNICH, F. A. M. Ob, cit., pp. 546-547.

²³¹ Art. 59. A deliberação sobre emissão de debêntures é da competência privativa da assembleia-geral, que deverá fixar, observado o que a respeito dispuser o estatuto:

(...)

§ 1º Na companhia aberta, o conselho de administração pode deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, salvo disposição estatutária em contrário. BRASIL. **Lei nº12.431, de 24 de junho de 2011**. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm>. Acesso em 10 dez. 2018.

²³² § 2º O estatuto da companhia aberta poderá autorizar o conselho de administração a, dentro dos limites do capital autorizado, deliberar sobre a emissão de debêntures conversíveis em ações, especificando o limite do aumento de capital decorrente da conversão das debêntures, em valor do capital social ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas. BRASIL. **Lei nº12.431, de 24 de junho de 2011**. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm>. Acesso em 10 dez. 2018.

²³³ Cf. AMARAL, J. R. G. Ob, cit., p. 112.

CVM já decidiu por sua incidência imediata e não condicionada, caso inexistir disposição estatutária anterior que impeça a deliberação pelo conselho de administração, no caso das debêntures não conversíveis.²³⁴

5.4 EMISSÕES CONCOMITANTES DE DEBÊNTURES

A Lei nº 6.404/76, artigo 59, §3º, proibia a emissão concomitante de debêntures, ou seja, a realização de uma nova emissão antes de colocadas ou canceladas as da série anterior, o que foi revogado pela Lei Federal nº 12.431/11.

Isto se justificava para evitar que a companhia emissora inflasse o mercado com títulos que não foram bem recebidos, o que hoje não faz mais sentido diante da maior transparência de informações que os investidores dispõem, funcionando como sua proteção. É o próprio mercado quem deve avaliar os riscos por meio de tais informações. Além do mais, a emissão concomitante permite um aproveitamento das oportunidades surgidas no mercado durante o período de colocação de uma emissão anterior.²³⁵

5.5 EMISSÕES LIMITADAS AO CAPITAL SOCIAL

A Lei nº 6.404/76, artigo 60, estabelecia alguns limites, principalmente ao capital social, para a emissão de debêntures, o que foi revogado pela Lei Federal nº 12.431/11, ou seja, hoje não existem limites de emissão.

Otávio Yazbek nos informa que as preocupações que foram geradas com esta revogação diziam respeito à possibilidade de emissão de títulos sem lastro. Pontua o autor, todavia, que esta preocupação não leva em conta que é dever da companhia avaliar o quanto se endividará, sendo que o mercado, dispondo dos atuais mecanismos de informação, avaliará o risco de adquirir os títulos emitidos, podendo os rejeitar em caso de emissão muito acima do patrimônio.²³⁶

Além do mais, a adoção do capital social como parâmetro limitador é irreal, já que não possibilita a avaliação da capacidade pagamento de uma empresa, principalmente porque as possibilidades de endividamento são quase ilimitadas, representando as debêntures muito pouco do montante. O capital social também não reflete o valor efetivo

²³⁴ Cf. MÜSSNICH, F. A. M. Ob, cit., p. 560.

²³⁵ Cf. YAZBEK, Otávio. Ob, cit., p. 581.

²³⁶ Cf. YAZBEK, Otávio. Ob, cit., pp. 583-584.

do patrimônio da companhia.

Indo mais além, mas ainda dentro desta ideia, pode-se citar o exemplo do *project finance*, que adota diversas fontes de recursos, sendo as debêntures apenas uma delas. Neste caso, o capital próprio em relação a outras fontes corresponde a uma ínfima parcela dos recursos captados para o projeto.

5.6 CONTRATAÇÃO DE UM MESMO AGENTE FIDUCIÁRIO PARA DISTINTAS EMISSÕES DE UMA MESMA COMPANHIA

O agente fiduciário é o responsável pela tutela dos interesses do grupo de debenturistas, que antes deliberavam por maioria de votos seu interesse comum, segundo o Decreto-Lei nº 781 de 1938. Desta forma, poderiam existir interesses conflitantes caso ele exercesse esta função para outro grupo de investidores. Assim, a Lei nº 6.404/76 e a CVM vedavam que uma mesma pessoa exercesse a função de agente fiduciário para diversas emissões da mesma companhia, coligada, controlada ou integrante do mesmo grupo.

O crescimento do mercado de títulos de dívida privada, todavia, levou à escassez destes profissionais. A oferta do serviço de agente fiduciário não acompanhou a quantidade de emissões de debêntures. Além disto, a proibição prejudicava a uniformização do conteúdo dos títulos, impedindo a busca da fungibilidade que é condição para a estruturação do mercado secundário.²³⁷

Desta forma, a Lei Federal nº 12.431/11 flexibilizou a proibição ao permitir a contratação de um mesmo agente fiduciário para distintas emissões de uma companhia, caso ele seja autorizado pela CVM.²³⁸ E a autarquia editou algum normativo sobre o assunto visando controlar o possível conflito de interesses por meio de mecanismos informacionais adequados.²³⁹

²³⁷ Cf. YAZBEK, Otavio. Ob, cit., p. 586.

²³⁸ Art. 66. O agente fiduciário será nomeado e deverá aceitar a função na escritura de emissão das debêntures.

(...)

§ 3º Não pode ser agente fiduciário:

a) pessoa que já exerça a função em outra emissão da mesma companhia, a menos que autorizado, nos termos das normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários. BRASIL. **Lei nº12.431, de 24 de junho de 2011**. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm>. Acesso em 10 dez. 2018.

²³⁹ BRASIL. **INSTRUÇÃO CVM Nº 519, de 26 de Janeiro de 2012**. Altera artigos da Instrução CVM nº 28, de 23 de novembro de 1983. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst519.html>>. Acesso em 10 dez. 2018.

5.7 O PLANO REAL E A DISTORÇÃO NA PERIODICIDADE DE CORREÇÃO MONETÁRIA DAS DEBÊNTURES

A Lei 9.069/95, instituidora do Plano Real, com o intuito de efetuar o controle da inflação por meio da desindexação da economia, estabeleceu um prazo mínimo de um ano para a apuração da correção monetária, quando convencionada. Entretanto, tal vedação não existia para as debêntures e diversas foram emitidas com prazo de correção menor do que um ano, o que a impedia.

Desta forma, a Lei Federal nº 12.431/11 eliminou a distorção permitindo novamente a correção monetária em prazo inferior a um ano, evitando que os antigos investidores fossem prejudicados.²⁴⁰ Ademais, colocou em pé de igualdade os títulos privados com os públicos, já que estes não sofreram a restrição.

6 OFERTAS DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA REALIZADAS COM ESFORÇOS AMPLOS OU RESTRITOS DE DISTRIBUIÇÃO (INSTRUÇÕES 400 E 476 DA CVM)

Em relação a todos os valores mobiliários, a CVM autoriza dois tipos de emissões, cuja principal diferença está no processo. Nessa linha, mesmo para receberem o tratamento diferenciado dado pela Lei Federal nº 12.431/2011, as debêntures não escapam a tais processos de emissões. Uma trata da oferta pública com esforços amplos de distribuição, a outra, de esforços restritos de distribuição.

As debêntures emitidas, via oferta pública, com esforços amplos de distribuição foram reguladas pela Instrução 400/2003 da CVM, e, dentre as principais características, destacam-se a obrigatoriedade de prospecto e o fato das ofertas exigirem um número maior de documentos e serem destinadas a investidores qualificados e também de varejo, o que demanda maior controle prévio pelo órgão regulador, como registro prévio e divulgação ampla e transparente da oferta, com o intuito de proteger os interesses dos investidores de forma equitativa. Além disto, faz-se necessário que a companhia emissora seja de capital

²⁴⁰ Art. 8º As debêntures e as letras financeiras podem sofrer correção monetária em periodicidade igual àquela estipulada para o pagamento periódico de juros, ainda que em periodicidade inferior a 1 (um) ano. BRASIL. Lei nº12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm>. Acesso em 10 dez. 2018.

aberto.

As ofertas públicas com esforços restritos de distribuição são reguladas pela Instrução 476/2009 da CVM, a qual dispensa o registro prévio, permite a emissão por empresas de capital fechado e dispensa a elaboração de prospecto da operação. Por tal razão, o título apenas pode ser ofertado a investidores qualificados ou profissionais (Art. 2º, *caput*, da ICVM 476/2009) e a, no máximo, setenta e cinco, dentro os quais apenas cinquenta poderão subscrever o valor oferecido (Art. 3º, I e II, da ICVM 476/2009).

Assim sendo, pode-se claramente perceber que a modalidade regradada pela ICVM 476/2009 é mais barata e rápida, o que impactou de forma positiva diretamente a quantidade de ofertas públicas com esforço restrito de distribuição já a partir de 2009.

O custo médio para emissão, no período de entre janeiro de 2012 e fevereiro de 2018 foi de 2,7% sobre o valor total das operações. Segundo dados levantados pelo Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças em São Paulo (IBEF-SP), dentre os principais custos de emissão estão os comissionamentos de estruturação e distribuição (mais de 50%) e as despesas com auditores, advogados, agência de *rating*, publicações e taxas CVM e ANBIMA.²⁴¹

Entre 2012 e 2016, segundo dados da ANBIMA, do total das debêntures de todos os tipos emitidas, 57 o foram pela ICVM 400/2003, com um volume de R\$ 43.029,00 milhões. No mesmo período, ocorreram 1.143 emissões pela ICVM 476/2009, com um volume de R\$ 318.015,00 milhões.²⁴²

No período analisado pela presente tese, 2011 a 2016, especificamente do total de debêntures incentivadas emitidas, incluindo-se as do artigo 1º e 2º da Lei Federal nº 12.431/2011, 23 emissões foram realizadas no âmbito da ICVM 400/2003 e 61 emissões foram realizadas no âmbito da ICVM 476/2009. Nesta última, o volume foi de, aproximadamente, R\$ 14.000,00 milhões, ou seja, as ofertas foram de pequeno porte. Já as ofertas com base no ICVM 400, com volume de aproximadamente R\$ 11.700,00 milhões, foram de grande porte.²⁴³

²⁴¹ IBEF - Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças. **A hora e a vez das debêntures incentivadas**. 2018. Disponível em <<http://ibefsp.com.br/publicacoes/hora-e-vez-das-debentures-incentivadas/>>. Acesso em 11 set. 2018.

²⁴² CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Boletim de Mercado de Capitais**. Disponível em <<http://www.debentures.com.br/dadosconsolidados/comparativovaloresmobiliarios.asp>>. Acesso em 20 ago. 2018.

²⁴³ BRASIL. Ministério da Fazenda. **Boletim de debêntures – Março 2018**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas/arquivos/2018/boletim-de-debentures-marco-2018/view>>. Acesso em 20 ago. 2018.

7 EXISTÊNCIA DE RIQUEZAS PESSOAL E CORPORATIVA COMO FONTES DO *FUNDING* PARA O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

Quando da elaboração da Lei Federal nº 12.431/2011, diversas análises econômicas indicavam o crescimento do mercado devido ao aumento dos investimentos locais e estrangeiros em projetos de infraestrutura, com uma suposta redução de diferença de renda entre países do centro e da periferia do sistema,²⁴⁴ ou seja, havia uma projeção de farta disponibilidade de capital para o investimento em infraestrutura, que poderia ser instrumentalizado por meio das debêntures. Os investimentos relativos à infraestrutura previstos para o quadriênio 2013-2016 aumentariam 36,2% em relação ao quadriênio imediatamente anterior,²⁴⁵ o que, todavia, não se confirmou na prática devido ao ambiente macroeconômico adverso que se iniciou já em 2015.

Dentro desta visão positiva à época e diante da farta disponibilidade de capital, em relevante artigo, Fernando Nogueira da Costa sugeria a possibilidade de existência de riquezas pessoal e corporativa como fontes de *funding* para o financiamento de longo prazo, riquezas estas que poderiam ser realocadas nesse sentido.²⁴⁶ Segundo o autor, o capital de base trabalhista agregado superava o capital dos maiores capitalistas em 2012, já que, somando-se os ativos de fundo de pensão fechados e abertos, alcançava-se quase R\$ 1 trilhão no início de 2013, o que equivalia a 23% do PIB. Tal afirmação se manteve desta forma até o ano de 2016.

Entre 2011 e 2016, os ativos das entidades fechadas de previdência complementar evoluíram de R\$ 597 bilhões para R\$ 790 bilhões representando, neste último ano, 12,6% do PIB.²⁴⁷ Por sua vez, as entidades abertas de previdência complementar terminaram o ano de 2016 com aproximadamente R\$ 584 bilhões.²⁴⁸ Os fundos de pensão, portanto,

²⁴⁴ Cf. BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Ob, cit., p. 9.

²⁴⁵ BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **Perspectivas do investimento, n. 1, fev. 2013.** Disponível em <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/3600/1/boletim_perspectivas_fev.2013_final.pdf>. Acesso em 11 set. 2018.

²⁴⁶ Cf. COSTA, F. N. Ob, cit., pp. 21-25.

²⁴⁷ ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. **Consolidado Estatístico.** Disponível em <http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estat%20C3%ADstico_03_2018.pdf>. Acesso em 11 set. 2018.

²⁴⁸ FENAPREVI - Federação Nacional de Previdência Privada e Vida. **Dados estatísticos de segmentos de pessoas.** Disponível em <<http://fenaprevi.org.br/fenaprevi/estatisticas/>> Acesso em 11 set. 2018 e DE CONTI, B. Os fundos brasileiros de previdência complementar: segmentações analíticas e estudos

possuíam em dezembro de 2016, aproximadamente, R\$ 1,4 trilhões, o que representava 22,5% do PIB, quase o mesmo percentual de 2012, ou seja, a afirmação da existência de capital corporativo abundante se manteve constante no período analisado pela presente tese.

No universo das entidades fechadas de previdência complementar (EFCPC's), as com participação do poder público, por meio ou não de ex-empregados, representavam, em 2016, 30,7% do total, com 29% dos participantes e com 59,7% do investimento, o que demonstra concentração neste setor, quadro que não mudou muito entre 2012 e 2016. E, dentro destas entidades, as maiores também se mantiveram as mesmas, inclusive quanto à ordem de classificação: Previ, Petros, Funcef, Funcesp Fundação Itaú Unibanco, Valia e Sistel.²⁴⁹ Isto é, quase todas patrocinadas por empresas públicas com mais da metade dos investimentos realizados. E são estes fundos de pensão patrocinados por empresas públicas que possuem o poder de participar dos empreendimentos estratégicos no Brasil, principalmente os ligados à infraestrutura. Os fundos de pensão menores, normalmente, tendem a fugir do risco de eventual marcação a mercado que possa afetar seus balanços, apenas investindo em infraestrutura por meio de fundos de investimento em participações (FIPs).²⁵⁰

Pelo lado da riqueza pessoal, já em dezembro de 2016, o segmento de *Private Banking* somou R\$ 831,6 bilhões, sendo 44,2% aplicados em fundos de investimento, quadro que não se alterou muito até os dias atuais.²⁵¹ O Relatório Anual Consolidado da DIRPF de 2011, quando a lei foi promulgada, indicava que quase três quartos do M4 (ativos mais líquidos da economia, como a moeda, mais títulos da dívida pública, mais quotas dos fundos de renda fixa mais operações compromissadas registradas no Selic, mais os títulos públicos de alta liquidez) eram riqueza de pessoas físicas.²⁵²

A existência destas riquezas pessoal e corporativa disponíveis, portanto, elucida a necessidade de criação de instrumentos jurídicos capazes de direcionar tais recursos para a

preliminares sobre a alocação de seus recursos. **Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)**, 2016.

²⁴⁹ ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. **Consolidado Estatístico**. Disponível em <http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estat%20C3%ADstico_03_2018.pdf>. Acesso em 11 set. 2018.

²⁵⁰ Cf. COSTA, F. N. Ob, cit., pp. 21-22.

²⁵¹ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim Anbima**. Ano VI, N° 9, Abril/2017. Disponível em <http://www.anbima.com.br/data/files/7D/25/86/67/12F3B51060B832B5A8A80AC2/Boletim_Private_201704.pdf>. Acesso em 12 set. 2018.

²⁵² Cf. COSTA, F. N. Ob, cit., pp. 21-23.

formação de *funding* que dê lastro ao financiamento de longo prazo de acordo com a estratégia de desenvolvimento brasileira, atraindo a atenção de gestores para outros ativos que não para os títulos públicos com risco soberano, conforme afirma Fernando Nogueira da Costa.²⁵³

O mercado de títulos corporativos no Brasil representa apenas 5% do PIB, sendo menor do que outros países periféricos, o que demonstra o seu potencial de crescimento.²⁵⁴ Além disto, a emissão de títulos de dívida por grandes empresas não financeiras oferece alternativa competitiva em um ambiente macroeconômico de baixa taxa de juros real, como vem acontecendo desde 2016.

8 O MERCADO DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA APÓS A EDIÇÃO DA LEI FEDERAL Nº 12.431/2011

8.1 BREVE DESCRIÇÃO DO CONTEXTO MACROECONÔMICO NO QUAL SURGEM E OPERAM AS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA

As externalidades buscadas pela Lei Federal nº 12.431/2011 apenas poderiam ter sentido em um contexto econômico e social em determinado período do Brasil. Assim, a conjuntura macroeconômica em que as debêntures de infraestrutura foram criadas é de extrema importância para analisar o instrumento.

Não será realizada uma análise pormenorizada da situação macroeconômica brasileira no período de 2011 a 2016, o que fugiria do escopo desta tese. Apenas serão apresentados dados que permitam contextualizar melhor o momento de promulgação da referida lei, utilizando-se apenas de algumas variáveis macroeconômicas, como crescimento do PIB e taxa de investimento real, que são relevantes para a apreciação crítica posterior das debêntures de infraestrutura.

No ano de elaboração da lei, 2011, a economia brasileira apresentava estabilidade fiscal e grande perspectivas de crescimento econômico, devido aos investimentos federais e a um governo comprometido com a estabilidade fiscal. Dado o efeito das políticas contracíclicas implementadas entre 2008 e 2009, o Brasil obteve um considerável crescimento do PIB em 2010 (7,5%). Diante disto, o início de 2011 reproduziu o início de

²⁵³ Cf. COSTA, F. N. Ob, cit., pp. 21-24.

²⁵⁴ Cf. BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Ob, cit., p. 14.

2010, com crescimento econômico expressivo, sendo este um dos fatores que justificavam uma certa preocupação com relação à inflação. Contudo, ao longo do ano, a atividade econômica arrefeceu, em virtude da manutenção de algumas medidas governamentais adotadas em contexto diverso e da piora do cenário externo, terminado o ano com “apenas” 4% de crescimento, quadro este encontrado no início de 2012.²⁵⁵

Estas perspectivas de crescimento econômico demandariam a construção de uma nova base de financiamento para os projetos ligados à infraestrutura, o que incluiria a participação da iniciativa privada como fonte complementar de *funding*. E este mercado privado estaria voltado para as empresas brasileiras pertencentes a setores estratégicos para o desenvolvimento.²⁵⁶

A própria exposição de motivos da lei destacou que o investimento estatal, principalmente por meio do BNDES, não conseguiria suportar sozinho o financiamento de longo prazo, o que comprometia a sustentabilidade do crescimento projetado. Em 2011, quase 90% da carteira de crédito com vencimento superior a cinco anos tinha como lastro linhas oriundas de bancos de investimento, sendo que só o BNDES era responsável por quase 62% dessa carteira.

Entretanto, a partir de 2013, apesar do PIB ter crescido 3% neste ano, mais do que no ano de 2012 (1,9%),²⁵⁷ o Brasil vivenciou exatamente o contrário, um período de instabilidade e alta volatilidade de capitais. A economia brasileira mergulhou em um período recessivo e de baixo dinamismo, sem contar o enxugamento de liquidez e elevação das taxas de juros, o que levou os investidores a serem mais cautelosos. Mesmo nesse período, as emissões de debêntures foram crescentes e consistentes ao longo do tempo.

Os anos de 2014 a 2016 consolidaram o quadro recessivo. Respectivamente, crescimento de 0,5% e encolhimento de 3,8% e 3,6%, o que somente começou a ser revertido em 2017, onde houve crescimento de 1%, índice que praticamente se manteve em 2018, de 1,1%.

A taxa de investimento real reflete bem o que ocorreu no período verificado:

²⁵⁵ DA SILVA, C. G.; TERRA, F. H. B. O desempenho econômico brasileiro em 2011 e perspectivas para 2012: uma análise rápida em um período complexo. **Revista Economia & Tecnologia**, v. 8, n. 1, 2012. p. 12.

²⁵⁶ Cf. BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Ob. cit., p. 7.

²⁵⁷ IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Série histórica do PIB**. Disponível em <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/media/com_mediaibge/arquivos/7531a821326941965f1483c85caca11f.xls>. Acesso em 03 set. 2018.

TABELA 1 - INVESTIMENTO REAL - FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO**(UNIDADE: % A.A.)**

2011			
T1	T2	T3	T4
8,23%	8,13%	5,76%	5,47%
2012			
T1	T2	T3	T4
3,15%	1,12%	-1,49%	0,60%
2013			
T1	T2	T3	T4
2,93%	8,47%	7,35%	4,48%
2014			
T1	T2	T3	T4
4,27%	-6,32%	-7,46%	-6,68%
2015			
T1	T2	T3	T4
-9,81%	-12,55%	-14,87%	-18,72%
2016			
T1	T2	T3	T4
-18,8%	-10,7%	-10,6%	-7,5%
2017			
T1	T2	T3	T4
-5%	-7,4%	-0,9%	3,65%
2018			
T1	T2	T3	T4
2,55%	2,95%	7,8%	3,03%

Fonte: IPEA²⁵⁸

O que se pode concluir e o que é relevante para a presente tese, desta forma, é que o investimento na formação bruta de capital fixo está parcialmente atrelado ao ambiente macroeconômico, muitas vezes antecipando períodos de crescimento ou recessivos. E, entre os anos de 2011 e 2016, foi o que ocorreu com o investimento, o qual acompanhou,

²⁵⁸IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Ipeadata**. Disponível em <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em 02 jul. 2019.

muitas vezes de forma antecipada, a variação do PIB, indo de taxas positivas em períodos de crescimento a negativas nos períodos recessivos. Tal fato se repetiu nos anos de 2017 e 2018.

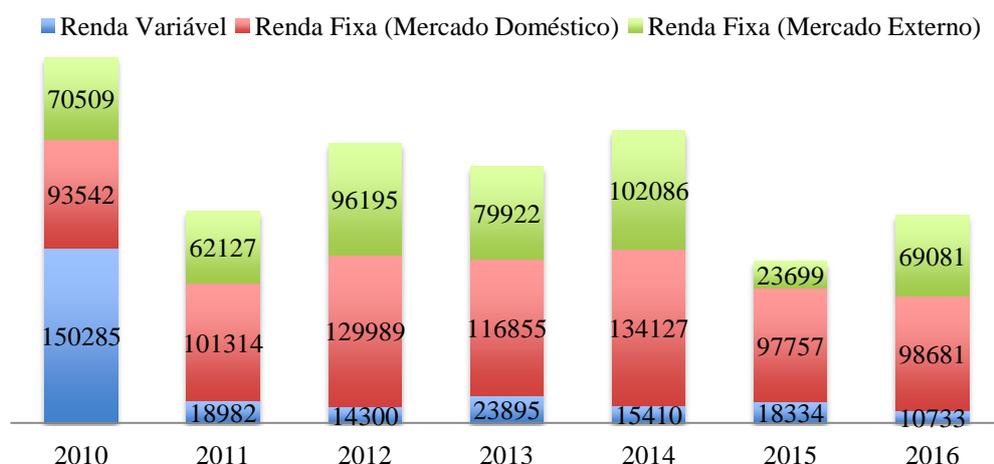
Desta maneira, pode-se afirmar a influência do ambiente macroeconômico na taxa de investimento, o que também afeta a disponibilidade das empresas de fazerem dívida via emissão de debêntures. Cabe ao Estado, caso intente incrementar esta expectativa de disponibilidade e, portanto, de criação de dívida e crédito, utilizar instrumentos para estabilizar as variações bruscas macroeconômicas.

8.2 O MERCADO DOMÉSTICO DE DEBÊNTURES E AS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA

Antes de se colocarem dados específicos sobre as debêntures de infraestrutura, para efeitos de dimensionamento do tamanho do mercado que elas representam, faz-se necessário inseri-las em um contexto do mercado de capitais e do mercado de renda fixa em geral.

Em relação ao mercado de capitais, pode-se afirmar que houve uma substituição de captação de recursos da renda variável para a renda fixa, tanto interna quanto externa. Especialmente, o ano de 2011 foi fundamental para esta virada, conforme demonstra o gráfico abaixo:

GRÁFICO 1 - TOTAL DE OFERTAS (R\$ MILHÕES)

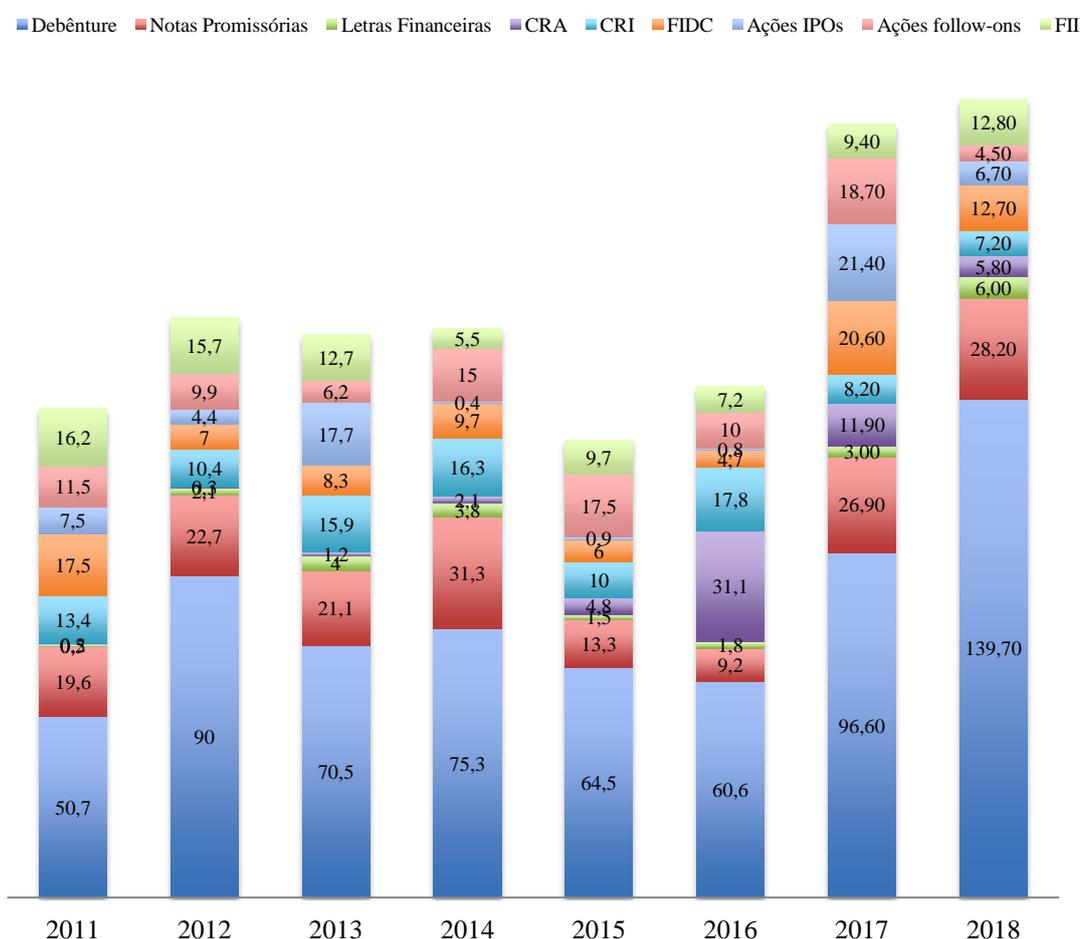


Fonte: ANBIMA²⁵⁹

²⁵⁹ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim Mercado de Capitais**. Disponível: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/ativos-de-renda-fixa-corresponderam-a-89-das-captacoes-

Especificamente quanto ao mercado de renda fixa, as emissões domésticas de debêntures, em geral, representaram aproximadamente 60 bilhões ao final de 2016, o que, apesar de ser um valor inferior ao ano de 2012, perfaz um número consistente ante o contexto macroeconômico recessivo ocorrido nos anos de 2015 e 2016. Pode-se notar, ainda, que as debêntures sempre tiveram expressiva participação no mercado de renda fixa diante de outros instrumentos financeiros. Especialmente, nos anos de 2017 e 2018 esta emissão foi expressivamente retomada, chegando a quase 140 bilhões.

**GRÁFICO 2 - EMISSÕES DOMÉSTICAS
VOLUME (R\$ BILHÕES)**



Fonte: ANBIMA²⁶⁰

Entre os anos de 2000 e 2013, o mercado de debêntures nacional cresceu 400%,

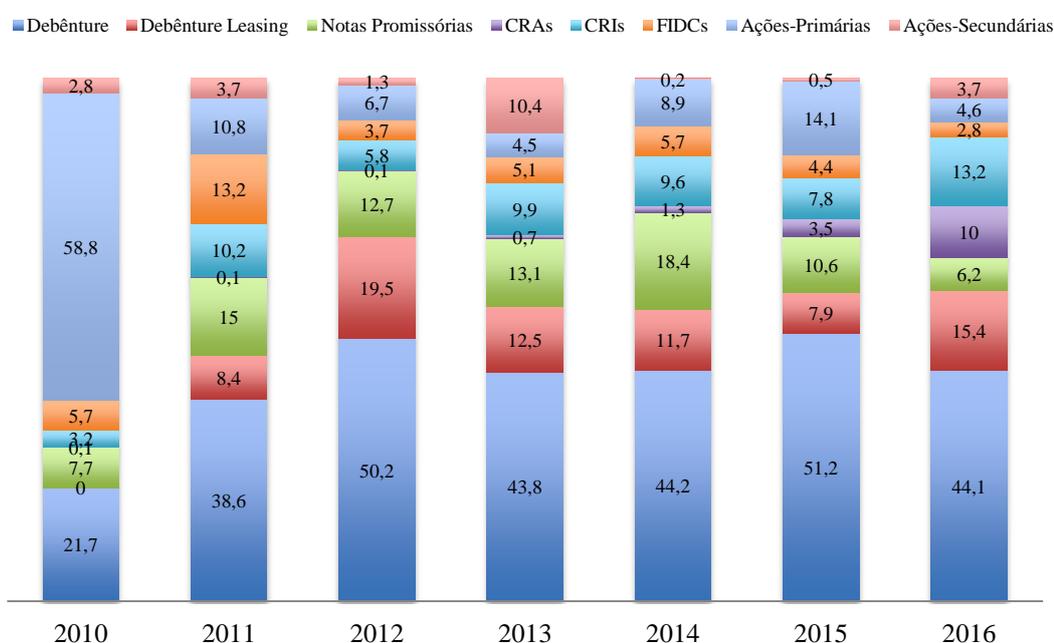
domesticas.htm>. Acesso em 02 jul 2019.

²⁶⁰ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim de Mercado de Capitais**. Disponível: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm>. Acesso em 30 ago. 2018.

maior que os outros ativos do mercado de capitais, representado até o final de 2012, mais de 50% do total deste mercado, o que se consolidou nos anos seguintes, com pequena diminuição na participação, que girou em torno dos 47% em média. Apesar disto, houve baixa atração de novas empresas e a participação se concentrou em fundos de pensão e empresas do setor financeiro.²⁶¹

Notadamente, verificou-se um aumento das debêntures na participação das ofertas de instrumentos pertencentes ao mercado de renda fixa a partir de 2012. Posteriormente, houve um decréscimo desta participação até o final de 2016, conforme demonstra o Gráfico 3:

GRÁFICO 3 - OFERTAS POR INSTRUMENTO (% VOLUME)



Fonte: ANBIMA²⁶²

Os anos de 2017 e 2018, entretanto, demonstraram uma ampla retomada pela preferência deste instrumento, conforme já demonstrado no Gráfico 2. Para se ter uma ideia, em 2018 as debêntures representaram 62,5% das emissões no mercado de renda fixa.

Segundo dados da Cetip, a partir de dados consolidados de dezembro de 2016, o mercado de renda fixa movimentou (não emitiu) R\$ 2.756 bilhões, sendo que, dentre os

²⁶¹ Cf. BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Ob, cit., pp. 15-20.

²⁶² ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim Anbima**: Mercado de Capitais - Relatório. Ano XIII, N° 128, Janeiro/2017. Disponível: < http://www.anbima.com.br/data/files/67/16/24/67/76579510E59E969569A80AC2/BoletimMK_201701062.pdf>. Acesso em 29 ago. 2018.

ativos mais destacados, R\$ 788 bilhões estão em debêntures, R\$ 549 bilhões em CDB's, R\$ 515 bilhões em DI's, R\$ 402 bilhões em Letras Financeiras e R\$ 183 bilhões em LCI's. Entre os valores mobiliários, como as debêntures e as notas promissórias, estas últimas representam apenas R\$ 8,2 bilhões.²⁶³

No que diz respeito às debêntures, houve uma evolução de quase 600% entre os anos de 2012 e 2016. Apesar do valor não ser muito representativo quando comparado ao total de debêntures emitidas, esta evolução indica um potencial de crescimento constante, chegando a praticamente 10% do total em 2017.²⁶⁴

Ainda, importante ressaltar que, apesar da presente tese demarcar como variante temporal os anos de 2011 a 2016, as primeiras debêntures de infraestrutura somente foram emitidas em 2012, essencialmente devido à promulgação da Lei 12.715/12, que esclareceu algumas dúvidas em relação à redação anterior, alterando, especialmente o artigo 2º.

Por fim, também é relevante afirmar que a escolha pelas debêntures de infraestrutura, ou seja, as vinculadas ao artigo 2º da Lei 12.431/11, não apenas está ligada ao tema do financiamento de longo prazo da infraestrutura nacional, mas também pelo fato de que a opção de emitir debêntures incentivadas, seguindo o artigo 1º, teve uma baixa adesão no mercado, devido à dificuldade de distribuição no exterior, o que impede fazer uma análise mais apurada. As últimas emissões deste tipo foram da AMBEV S/A em 10/2015 e Rede D'Or São Luiz S/A em 01/2018.

8.3 PROJETOS DE INTERESSES DO GOVERNO FEDERAL LIGADOS À EMISSÃO DE DEBÊNTURES APROVADOS ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016 POR SETORES

Para que uma debênture possa se enquadrar na Lei Federal nº 12.431/2011, deve ter seu projeto aprovado pelo ministério a qual a emissora está vinculada, apresentando as características determinadas pela lei.

O Decreto nº 8.874, de 11/10/16, que revogou o Dec. nº 7.603, de 9/11/11, dispõe sobre as condições para os projetos serem considerados prioritários, bem como os procedimentos aplicáveis à aprovação dos projetos e respectiva emissão das debêntures elegíveis ao benefício fiscal.

²⁶³ CETIP - Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos. **Renda Fixa**. Disponível em: <<https://www.cetip.com.br/renda-fixa/estatisticas#contentTab05>>. Acesso em 09 ago. 2018.

²⁶⁴ BRASIL. Câmara dos Deputados. **Debêntures de infraestrutura: Evolução do Mercado e Atuação do BNDES**. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/grupos-de-trabalho/55a-legislatura/mercado-de-debentures-no-brasil/documentos/audiencias-publicas/andre-soares-loureiro-bndes>>. Acesso em 30 ago. 2018.

De acordo com o novo Decreto, são considerados prioritários os projetos de investimento na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, conforme já mencionado.

Apenas para ressaltar, não existem grandes diferenças formais entre os dois decretos. Houve, apenas o aumento das pessoas jurídicas responsáveis por gerir o projeto, incorporando-se as concessionárias, permissionárias e autorizadas, além da SPE.

A mudança mais relevante estaria no fato de que o Decreto nº 8.874, de 11/10/16 tenta conectar a aprovação dos projetos aos processos de concessão, permissão, arrendamento, autorização ou parceria público-privada e ao Programa de Parcerias de Investimentos – PPI (Lei nº 13.334/2016) ou a outro programa de desenvolvimento. No entanto, ainda abre margem para a aprovação pelo Ministério setorial responsável, mesmo não havendo tal conexão.

Além deste decreto, cada Ministério responsável editou uma Portaria para regulamentar o processo de aprovação, que resultará, ao final, em outra portaria conferindo o status de prioritário ao projeto. O Ministério dos Transportes, por exemplo, editou a Portaria nº 009 de 27/01/12, regulamentando o trâmite interno. Também há a Portaria nº 90, do Ministério de Minas e Energia, de 02/03/12, que fez o mesmo. O que se pode depreender de relevante em cada norma deste tipo, além de estabelecer a necessidade de constituição de SPE, é a ampla discricionariedade que se atribui ao ato de aprovação do projeto pelo Ministro correspondente. Não há, em tais portarias, exigências de motivação do ato, nem sua vinculação a determinado programa. Normalmente, em capítulos específicos, apenas se dispõe que a aprovação do projeto como prioritário se dará por ato do Ministro de Estado e terá validade a partir de sua publicação no Diário Oficial da União.

Entre 2011 e 2016 foram aprovadas, via portarias, 504 projetos como prioritários para fins de emissão de debêntures, nos termos do artigo 2º da Lei Federal nº 12.431/2011. Especificamente, houve uma evolução entre 2011 e 2015 (18, 81, 111, 183) decaindo-se um pouco o número de aprovações no ano de 2016 (111), provavelmente devido à diminuição da demanda pelas empresas.²⁶⁵

As portarias se dividiram da seguinte maneira por setor correspondente: 437 do Ministério de Minas e Energia - MME (86,7% do total), 43 do Ministério dos Transportes

²⁶⁵ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Lei nº 12.431/11: Portarias Autorizativas dos Projetos de Investimento**. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/data/files/AB/A0/E4/2A/7375E5109D90FCD599A80AC2/PortariasAutorizativas12431.pdf>>. Acesso em 07 ago. 2018.

– MT (8,5% do total), 10 do Ministério das Cidades (2% do total), 7 do Ministério das Comunicações (1,4% do total), 4 da Secretaria de Aviação Civil (0,8% do total) e 3 da Secretaria dos Portos (0,6% do total).

Dentro das portarias do MME, a esmagadora maioria diz respeito às Centrais Geradoras Eólicas, seguidas de projetos ligados a linhas de transmissão de energia, Pequenas Centrais Hidrelétricas (PCHs), melhorias de usinas hidrelétricas, construção de usinas hidrelétricas e algumas termelétricas.

No MT, os projetos estão ligados ao Transporte e Logística dos setores rodoviário e Ferroviário, principalmente em relação às melhorias e ampliação do sistema.

No Ministério das Cidades, as portarias começaram a ser emitidas apenas em 2015 e estão essencialmente ligadas ao Investimento em Infraestrutura no Setor de Saneamento Básico e em Mobilidade Urbana.

O Ministério das Comunicações emitiu suas portarias quando as empresas concessionárias buscavam como objetivos do projeto a implantação, ampliação e modernização de rede de comunicações de dados, rede móvel 3G/4G, rede fixa de banda larga, construção de rede óptica e infraestrutura.

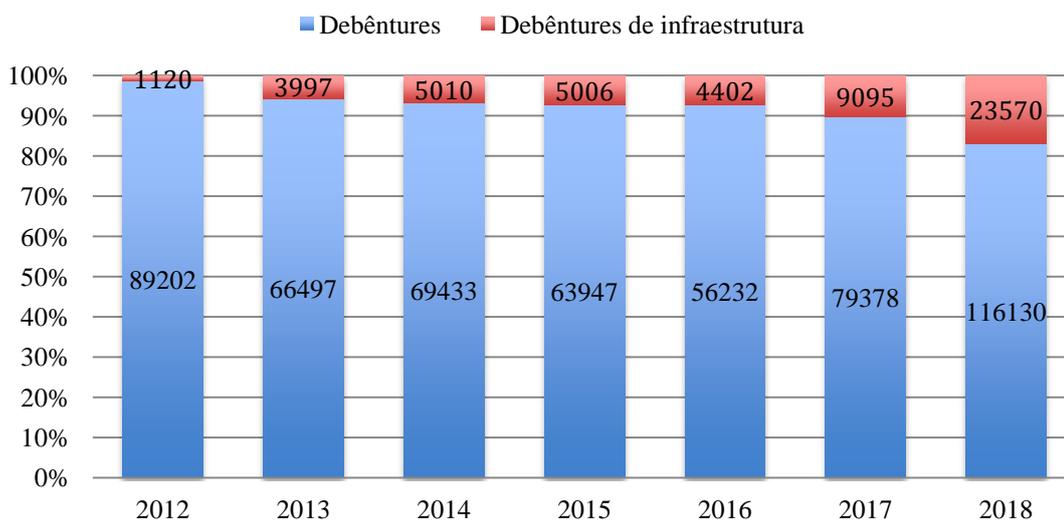
Por fim, a Secretaria de Aviação Civil aprovou como prioritários projetos relacionados à melhoria da infraestrutura dos aeroportos, enquanto que a Secretaria dos Portos considerou prioritários projetos vinculados à dragagem de canais e à expansão de terminais portuários.

8.4 EMPRESAS EMISSORAS DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016

Antes de se realizar a análise pretendida pela tese, é fundamental realizar o dimensionamento quantitativo relativo às debêntures de infraestrutura, a fim de que seja permitida uma noção de escala em relação aos outros instrumentos de financiamento.

Comparando-se a quantidade de emissão de debêntures entre os anos de 2011 e 2016, pode-se realizar uma comparação entre as de infraestrutura e as não incentivadas no mercado brasileiro:

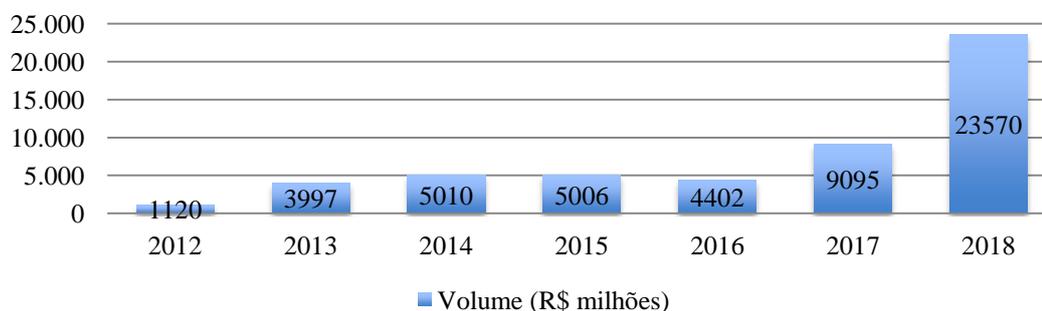
GRÁFICO 4 - EVOLUÇÃO DO MERCADO DE DEBÊNTURES EM VOLUME (R\$ BILHÕES)



Fonte: Câmara dos Deputados com base em dados do BNDES²⁶⁶ e ANBIMA²⁶⁷

Verificando-se o volume financeiro de emissão, revela-se a sua importância para efeitos comparativos ao financiamento direto da infraestrutura pelo BNDES, o que será tratado mais adiante. O gráfico abaixo demonstra a evolução do volume de emissão das debêntures incentivadas:

GRÁFICO 5 - VOLUME DE DEBÊNTURES EMITIDAS POR ANO (R\$ MILHÕES)



Fonte: Ministério da Fazenda²⁶⁸ e ANBIMA²⁶⁹

²⁶⁶ BRASIL. Câmara dos Deputados. Ob., cit.

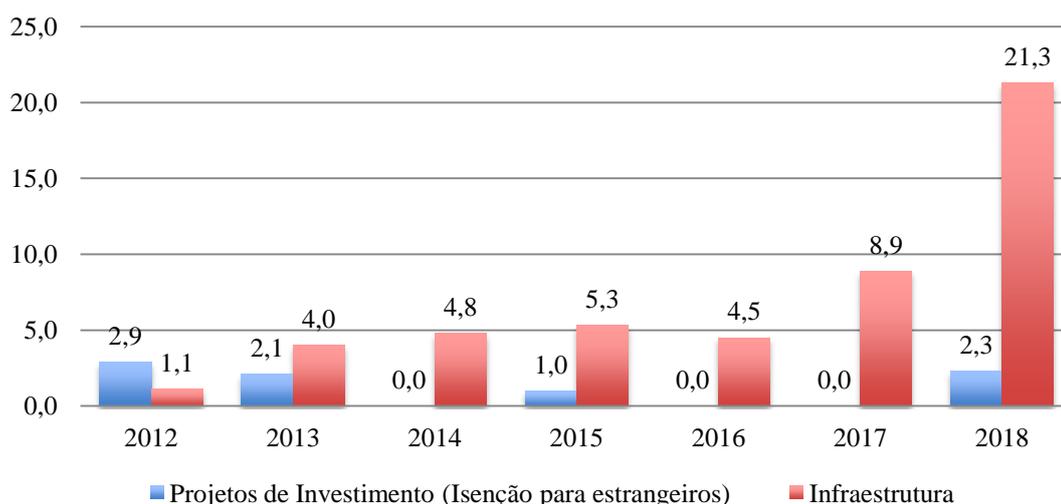
²⁶⁷ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim Mercado de Capitais**. Disponível: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/ativos-de-renda-fixa-corresponderam-a-89-das-captacoes-domesticas.htm. Acesso em 02 jul 2019.

Desde a promulgação da lei, em 2011, até dezembro de 2016 foram emitidos R\$ 19,63 bilhões em debêntures de infraestrutura (artigo 2º da Lei Federal nº 12.431/2011), por meio de 75 diferentes emissões.²⁷⁰ Apesar de pouco representativas em relação ao estoque total de debêntures na Indústria (aproximadamente R\$ 770 bilhões até junho de 2016), as debêntures de infraestrutura se destacam pela elevada liquidez no mercado secundário.²⁷¹

Além disto, especificamente em relação aos Projetos de Investimento na área de Infraestrutura, ou seja, descontando-se os Projetos de Investimento no geral, foram 73 emissões com volume de R\$ 19.385,6 milhões no mesmo período.²⁷²

Fonte: ANBIMA²⁷³

**GRÁFICO 6 - DEBÊNTURES DA LEI FEDERAL Nº 12.431/11
POR ANO (R\$ BILHÕES)**



²⁶⁸ BRASIL. Ministério da Fazenda. **Debêntures incentivadas somaram R\$ 9,1 bilhões em 2017**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/noticias/2018/janeiro/debentures-incentivadas-somaram-r-9-1-bilhoes-em-2017>>. Acesso em 30 ago. 2018.

²⁶⁹ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim Mercado de Capitais**. Disponível: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/ativos-de-renda-fixa-corresponderam-a-89-das-captacoes-domesticas.htm>. Acesso em 02 jul 2019.

²⁷⁰ CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Boletim de Mercado de Capitais**. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/dadosconsolidados/comparativovaloresmobiliarios.asp>>. Acesso em 20 ago. 2018.

²⁷¹ DELBEM, F. C. **Impacto do benefício fiscal no apreçamento das debêntures de infraestrutura**. 2016. 57 f. Dissertação (Mestrado). Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2016, p. 17.

²⁷² BRASIL. Ministério da Fazenda. **Boletim de debêntures – Março 2018**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas/arquivos/2018/boletim-de-debentures-marco-2018/view>>. Acesso em 20 ago. 2018.

²⁷³ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim Mercado de Capitais**. Disponível: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/ativos-de-renda-fixa-corresponderam-a-89-das-captacoes-domesticas.htm>. Acesso em 02 jul 2019.

Os anos posteriores contemplaram um aumento significativo da quantidade de emissões. No ano de 2017, foram emitidas 42 debêntures de infraestrutura, enquanto que no ano de 2018 este número saltou para 60, acrescentando-se R\$ 30 bilhões a este mercado.²⁷⁴

8.4.1 EMISSÕES DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016 POR SETOR

Apesar do número de autorizações pender para o Ministério de Minas e Energia, as debêntures efetivamente emitidas ligadas a projetos de infraestrutura se dividiram da seguinte maneira entre os anos de 2011 a 2016: Transporte com 29 emissões e um volume de R\$ 10.668,1 milhões, que corresponde a 54,3 % do total emitido, Energia com 41 emissões e um volume de R\$ 8.157,6 milhões, que corresponde a 41,5% do total, Telecomunicações com 2 emissões e um volume de R\$ 370,00 milhões, 1,8% do total, e Saneamento com apenas 1 emissão no valor de R\$ 190,00 milhões, 0,9% do total.²⁷⁵ Os outros 1,5% estão ligados a outros setores.

Interessante notar ainda que, dentro do setor de Energia, aproximadamente 78% das emissões estão ligadas à geração, enquanto o restante se refere à transmissão de energia. Dentro do setor de transporte, 9,2% está na Aviação Civil, 34,28% nas ferrovias, 50,3% nas rodovias e 6,23% nos portos.²⁷⁶

Desta forma, existe uma concentração das emissões nos setores de Transporte e Energia, com grande ênfase ao investimento em rodovias e na transmissão de energia, respectivamente.²⁷⁷

Os principais projetos aprovados com emissão de debênture na área de infraestrutura, levando-se em consideração apenas o volume emitido, foram os seguintes: em 2012, Concessionária Auto Raposo Tavares S/A, com emissão de R\$ 380,00 milhões; em 2013, Concessionária Rodovias do Tietê S/A, com R\$ 1.065,00 milhões; em 2014, Vale S/A com R\$ 1.000,00 milhões e a Santo Antônio Energia S/A com R\$ 700,00

²⁷⁴ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim Mercado de Capitais**. Disponível: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/ativos-de-renda-fixa-corresponderam-a-89-das-captacoes-domesticas.htm. Acesso em 02 jul 2019.

²⁷⁵ BRASIL. Ministério da Fazenda. Ob, cit.

²⁷⁶ BRASIL. Ministério da Fazenda. Ob, cit.

²⁷⁷ BRASIL. SEAE – Secretaria de Acompanhamento Econômico. **Projetos de Infraestrutura: Fontes de Financiamento**. Disponível em: < file:///Users/felipetadeu/Downloads/161020-Apresentacao-Angelo-Duarte%20(3).pdf >. Acesso em 27 ago. 2018.

milhões; em 2015, novamente, Vale S/A com R\$ 1.350,00 milhões e; em 2016, a Engie Brasil Energia S/A com R\$ 600,00 milhões.

Apenas para destacar, foram emitidos também grandes valores em outras debêntures incentivadas (Artigo 1º da Lei Federal nº 12.431/2011). Citem-se: OGX Petróleo e Gás S/A, com emissão de R\$ 2.025,00 milhões em 2012, a OAS S.A com emissão de R\$ 694,80 milhões em 2013 e a AMBEV S/A com emissão de R\$ 1.000,00 milhões em 2015.²⁷⁸

8.5 DESTINAÇÃO DOS RECURSOS, FASES DOS PROJETOS E GARANTIAS DAS DEBÊNTURES EMITIDAS ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016

A destinação dos recursos obtidos com as debêntures de infraestrutura, segundo dados da ANBIMA, concentrou-se na própria infraestrutura, fato que não se alterou em 2017 e em 2018, conforme o quadro abaixo:

TABELA 2 – DESTINAÇÃO DE RECURSOS (VOLUME %)

Destinação	2012	2013	2014	2015	2016
Capital de Giro	0,0%	0,0%	1,4%	0,0%	0,0%
Investimento em infraestrutura	85,2%	77,0%	74,4%	100,0%	100,0%
Investimento imobilizado	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Investimento ou aquisição de participação societária	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Não informado	9,6%	0,6%	1,5%	0,0%	0,0%
Recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior	5,2%	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%
Refinanciamento de passivo	0,0%	22,4%	21,9%	0,0%	0,0%

Fonte: ANBIMA²⁷⁹

Partindo da análise realizada por Daniel Wajnberg, sobre em quais fases dos projetos nos quais houve emissão de debêntures de infraestrutura, serão colocadas as

²⁷⁸ BRASIL. Ministério da Fazenda. **Boletim de debêntures – Março 2018**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas/arquivos/2018/boletim-de-debentures-marco-2018/view>>. Acesso em 20 ago. 2018.

²⁷⁹ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Investidores institucionais detêm 66% do volume das ofertas de debêntures em 2018**. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/investidores-institucionais-detem-66-do-volume-das-ofertas-em-2018.htm>. Acesso em 28 ago. 2018.

informações das debêntures emitidas com base no banco de dados da ANBIMA e nos próprios documentos públicos de emissão. Para se chegar à conclusão de em quais fases do projeto as debêntures foram emitidas, o autor considerou: data de emissão, estágio do projeto, data estimada de finalização, espécie de garantia e volume emitido.²⁸⁰ O mesmo autor, juntamente com Elisa Capistrano, ampliou o tempo de análise a partir da mesma metodologia em artigo posterior.²⁸¹ Serão estes os dados levados em consideração na presente tese, quando a análise se referir às fases dos projetos.

A partir dos dados levantados, constata-se que, até 2014, dentre todas as debêntures de infraestrutura lançadas desde 2012, somente 25,3% estão ligadas a projetos em construção, totalizando apenas R\$ 1.295 milhões. O restante, está ligado a empresas já operacionais (74,7%). A tendência é a de que este patamar tenha se mantido até o final de 2016, já que as empresas operacionais possuem maior previsibilidade e estabilidade em seu fluxo de caixa, o que lhes permite maior acesso ao mercado de capitais,²⁸² além do fato de que as principais emissoras foram em 2014, Vale S/A com R\$ 1.000,00 milhões e a Santo Antônio Energia S/A com R\$ 700,00 milhões, em 2015, a Vale S/A com R\$ 1.350,00 milhões e em 2016, a Engie Brasil Energia S/A.

No contexto doméstico, a maioria das transações de debêntures de projetos do setor de energia, por exemplo, realizou-se, em média 0,9 ano antes da finalização das obras. Destaca-se a variação considerável entre os setores: enquanto as emissões do setor eólico ocorreram 0,19 ano antes do *completion* físico, nas hidrelétricas, o tempo entre a emissão e a finalização das obras foi de 2,36 anos e, nas linhas de transmissão, esse tempo foi de aproximadamente um ano antes.²⁸³

TABELA 3 – TIMING DE EMISSÃO EM RELAÇÃO À FINALIZAÇÃO DAS OBRAS – SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA

<i>Timing de emissão</i>	<i>Projetos</i>
Depois da finalização das obras	4
Até um ano antes da finalização das obras	8
Entre um e dois anos antes da	4

²⁸⁰ WAJNBERG, D. Debêntures de infraestrutura: emissões realizadas e perspectivas. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 41, pp. 331-377, 2014, pp. 344-345.

²⁸¹ WAJNBERG, D.; CASTRO, E. C. Debêntures de projetos de infraestrutura: uma comparação entre as experiências brasileira e internacional. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 46, dezembro 2016.

²⁸² Cf. WAJNBERG, D. Ob. cit., pp. 344-345.

²⁸³ Cf. WAJNBERG, D.; CASTRO, E. C. Ob. cit., p. 134.

finalização das obras	
Entre dois e três anos antes da	3
finalização das obras	
Entre três e quatro anos antes	1
da finalização das obras	
Entre quatro e cinco anos antes	0
da finalização das obras	

Fonte: Do Autor

Nota: Adaptado de Daniel Wajnberg e Elisa Capistrano²⁸⁴

Quanto às garantias, entre os anos de 2012 e 2016, tem-se o seguinte quadro:

TABELA 4 – GARANTIA DAS DEBÊNTURES (VOLUME %)

Garantia	2012	2013	2014	2015	2016
Flutuante	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Flutuante com garantia adicional	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Quirografária	78,3%	56,4%	48,1%	74,5%	54,5%
Quirografária com garantia adicional	19,8%	22,4%	22,0%	17,3%	30,9%
Real	1,9%	13,0%	18,9%	4,6%	4,8%
Real com garantia adicional	0,0%	8,2%	11,0%	3,6%	9,7%
Real e flutuante	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Subordinada	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: ANBIMA²⁸⁵

Apenas em 2018 este quadro se alterou um pouco, quando houve aumento das garantias reais para 29,2% e diminuição das quirografárias para 25,8%.²⁸⁶

8.6 PRAZOS DE VENCIMENTO DAS DEBÊNTURES EMITIDAS ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016

Entre os anos de 2011 e 2016, a média dos prazos de vencimento foi de 9 anos, com concentração maior entre 5 e 12 anos. Também existem grandes variações entre os próprios títulos emitidos nos últimos anos, alguns prazos muito longos de 15 anos, outros

²⁸⁴ Cf. WAJNBERG, D.; CASTRO, E. C. Ob. cit., pp. 134-135.

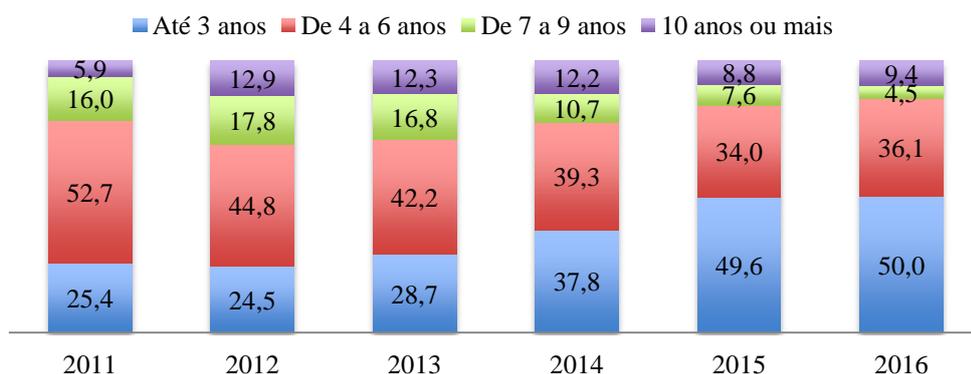
²⁸⁵ Cf. ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Ob. cit.

²⁸⁶ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim Mercado de Capitais**. Disponível: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/ativos-de-renda-fixa-corresponderam-a-89-das-captacoes-domesticas.htm. Acesso em 02 jul 2019.

com prazos curtos de 5 anos.²⁸⁷ Além disto, o prazo variou de acordo com os anos, provavelmente devido à mudança nas condições macroeconômicas. Segundo dados da ANBIMA, os prazos médios foram: 10 anos em 2012, 10,3 anos em 2013, 10,3 anos em 2014, 7,1 anos em 2015 e 7,5 anos em 2016, 7,9 anos em 2017 e 10,3 anos em 2018.²⁸⁸

O que se pode observar é que os prazos de vencimento foram muito maiores do que os das debêntures simples, cuja média foi de 5,7 anos entre 2011 e 2014, e de 3 anos entre 2015 e 2016:

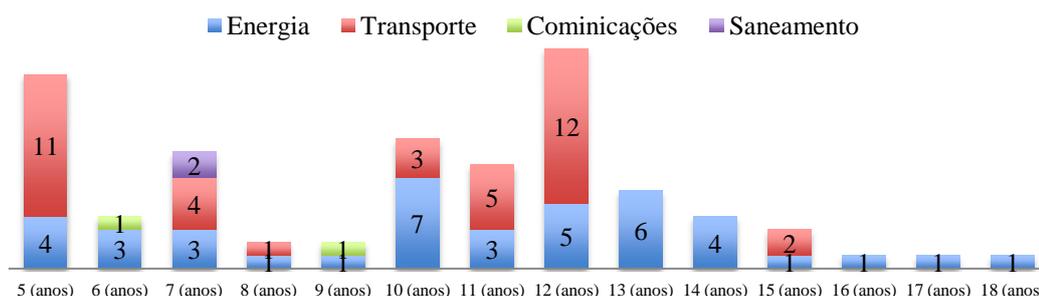
GRÁFICO 7 - PERFIL DOS PRAZOS



Fonte: ANBIMA²⁸⁹

Por setor, também houve grande variação:

GRÁFICO 8 - PRAZOS DE VENCIMENTO POR SETOR (FREQUÊNCIA EM ANOS)



Fonte: SEAE/MF²⁹⁰

²⁸⁷ BRASIL. Ministério da Fazenda. **Boletim de debêntures – Novembro 2016**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas/arquivos/2016/boletim-de-debentures-novembro-2016/view>>. Acesso em 27 ago. 2018.

²⁸⁸ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim Mercado de Capitais**. Disponível: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/ativos-de-renda-fixa-corresponderam-a-89-das-captacoes-domesticas.htm>. Acesso em 02 jul 2019.

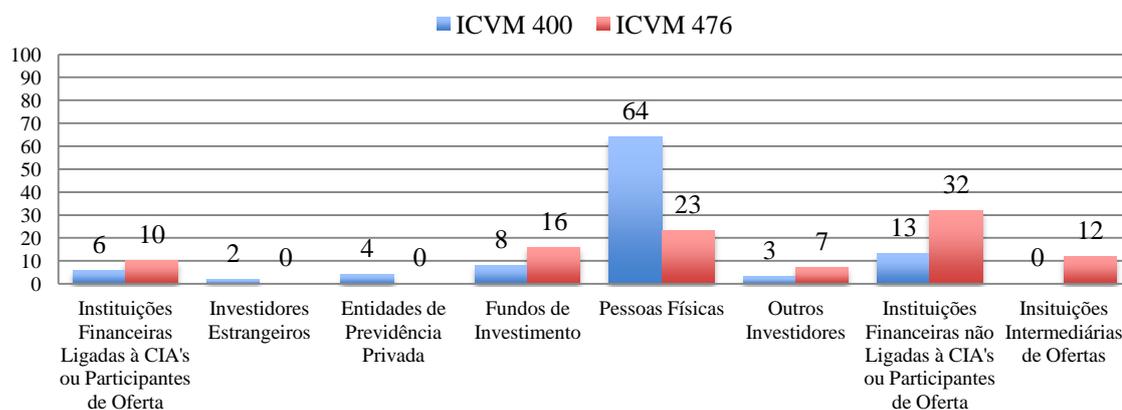
²⁸⁹ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim Anbima: Mercado de Capitais - Relatório**. Ano XIII, Nº 128, Janeiro/2017. Disponível: <http://www.anbima.com.br/data/files/67/16/24/67/76579510E59E969569A80AC2/BoletimMK_201701062.pdf>. Acesso em 29 ago. 2018.

8.7 INVESTIDORES E DEMANDA PELAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016

Inicialmente, a demanda por debêntures se concentrou em instituições financeiras e fundos de investimento, sendo que a participação dos investidores pessoa física, nacional e estrangeiro, foi baixa.²⁹¹ Após a promulgação da Lei Federal nº 12.431/2011, especificamente, a distribuição das ofertas por detentor de acordo com o volume, somente regidas pelo artigo 2º, apresentaram uma grande relevância das pessoas físicas, nacional e estrangeira, que evoluíram, no período entre 2012 a 2016 da seguinte forma: 44,8% em 2012, 29,5% em 2013, 55% em 2014, 57,3% em 2015 e 39,7% em 2016.²⁹²

Por sua vez, os investidores institucionais evoluíram, no período entre 2012 a 2016, da seguinte forma: 1,9%, 46,5%, 31,3%, 28,2% e 36%. Intermediários e demais participantes ligados à oferta evoluíram, no período entre 2012 a 2016, da seguinte forma: 53,3%, 23,9%, 13,7%, 14,5% e 24,3%.²⁹³ Quanto à distribuição por tipo de investidor de acordo com a ICVM 400 ou ICVM 476, especificamente para o artigo 2º da Lei Federal nº 12.431/2011, houve a seguinte distribuição:

GRÁFICO 9 - DISTRIBUIÇÃO POR TIPO DE INVESTIDOR - ICVM 400 OU ICVM 476(% POR TIPO DE INVESTIDOR)



Fonte: SEA/MF²⁹⁴

²⁹⁰ Cf. BRASIL. Ministério da Fazenda. Ob, cit.

²⁹¹ Cf. BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Ob, cit., p. 17.

²⁹² ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Investidores institucionais detêm 66% do volume das ofertas de debêntures em 2018.** Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/investidores-institucionais-detem-66-do-volume-das-ofertas-em-2018.htm>. Acesso em 28 ago. 2018.

²⁹³ Cf. ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Ob, cit.

²⁹⁴ Cf. BRASIL. SEAE – Secretaria de Acompanhamento Econômico. Ob, cit.

Uma importante transformação deve ser citada, apesar de não fazer parte do período colocado para análise. No ano de 2018 houve uma mudança no perfil do investidor. As pessoas físicas compraram 20,2% das debêntures de infraestrutura emitidas, enquanto que os investidores institucionais ficaram com 41% e os Intermediários e demais participantes ligados à oferta concentraram 38,8%.²⁹⁵

Ainda, em relação às debêntures de infraestrutura (Artigo 2º) e o investidor estrangeiro, o quadro foi desolador, já que estes representaram 10,1% das emissões pelo ICVM 460 e 1,4% pelo ICVM 400.²⁹⁶

8.8 REMUNERAÇÃO E *SPREAD* SOBRE TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS

A relevância do *spread* em relação ao título público está na formação do preço de emissão das debêntures, o qual é calculado pela diferença entre a remuneração do título privado e a taxa do título público federal comparável, ou seja, com o mesmo índice, como o NTN-B (Notas do Tesouro Nacional série B).²⁹⁷

Segundo o Ministério da Fazenda, no que se refere aos spreads em relação à NTN-B comparável, em 2016, as debêntures emitidas tiveram um *spread* médio de 0,86%. Desde 2014, o *spread* médio tem sido próximo de 1% em relação à NTN-B.²⁹⁸

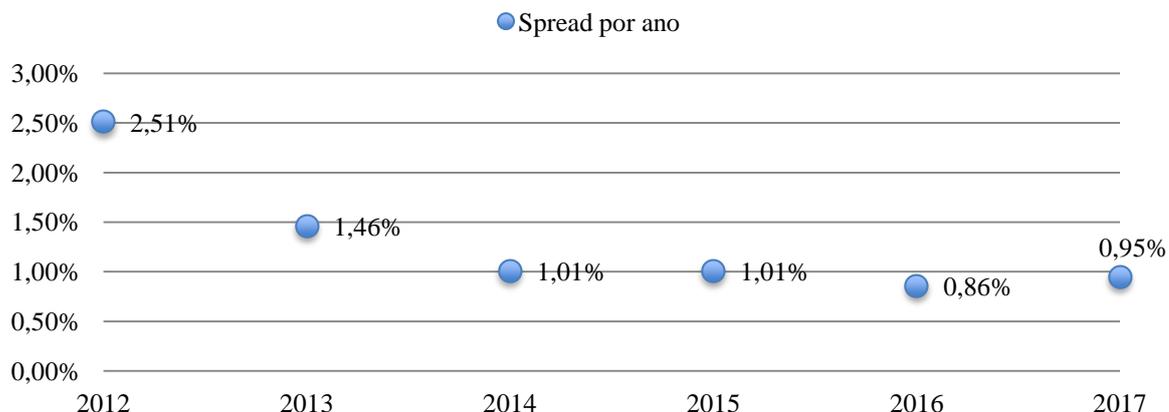
²⁹⁵ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim Mercado de Capitais**. Disponível: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/ativos-de-renda-fixa-corresponderam-a-89-das-captacoes-domesticas.htm. Acesso em 02 jul 2019.

²⁹⁶ BRASIL. Ministério da Fazenda. **Boletim de debêntures – Janeiro 2019**. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas/arquivos/2019/boletim-de-debentures-janeiro-2019/view>. Acesso em 04 jul 2019.

²⁹⁷ WAJNBERG, D. Cinco Anos de Debêntures de Infraestrutura: Uma avaliação da efetividade do instrumento. **Revista do BNDES** 44, dez. 2015.

²⁹⁸ BRASIL. Ministério da Fazenda. **Debêntures incentivadas somaram R\$ 9,1 bilhões em 2017**. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/noticias/2018/janeiro/debentures-incentivadas-somaram-r-9-1-bilhoes-em-2017>. Acesso em 30 ago. 2018.

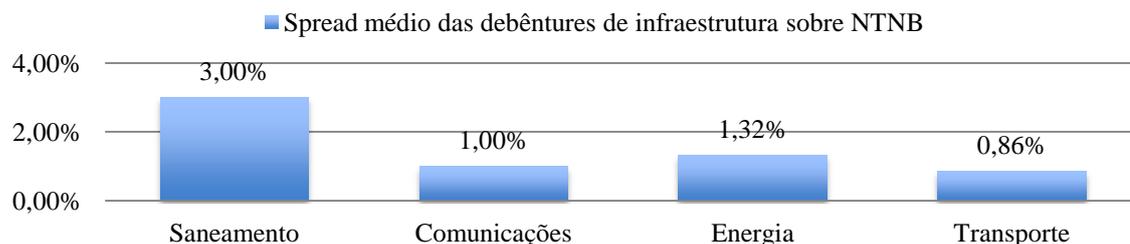
GRÁFICO 10 - SPREAD PRIMÁRIO POR ANO



Fonte: Ministério da Fazenda²⁹⁹

Por setor, houve variação com relação ao *spread* entre os anos de 2012 e 2016, com especial destaque para as emissões no setor de saneamento:

GRÁFICO 11 - SPREAD MÉDIO SOBRE NTN-B



Fonte: SEAE/MF³⁰⁰

Todas as emissões foram enquadradas na categoria de grau de investimento, ou seja, superior a BBB-, inclusive com algumas emissões se enquadrando em grau máximo (AAA).

8.9 INICIATIVAS DO BNDES PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA

Além de atuar diretamente no financiamento de longo prazo, o BNDES possui políticas específicas para o mercado e títulos privados, principalmente os ligados ao setor

²⁹⁹ Cf. BRASIL. Ministério da Fazenda. Ob, cit.

³⁰⁰ BRASIL. Ministério da Fazenda. **Boletim de debêntures – Novembro 2016**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas/arquivos/2016/boletim-de-debentures-novembro-2016/view>>. Acesso em 27 ago. 2018.

de infraestrutura. Isto é realizado por meio do Investimento direto em empresas, a partir da emissão de debêntures da BNDESPAR, por meio de Fundos de investimentos e por meio de Títulos de dívida corporativa, tais como as debêntures. O apoio à emissão de títulos de dívida corporativa se realiza com a subscrição de debêntures e com a aquisição de títulos emitidos por empresas de capital brasileiro. Tal apoio se divide nas modalidades de Debêntures de Mercado e Debêntures de projetos de infraestrutura, onde o BNDES pode subscrever debêntures de projetos de infraestrutura emitidas em Ofertas Públicas.³⁰¹

Em relação a esta última modalidade, especialmente a partir de 2006, foi criado o produto BNDES Debêntures Simples em Ofertas Públicas, que permitiu a participação do banco na subscrição dos títulos privados, quando certos requisitos fossem adotados, principalmente na estruturação da oferta pública. O intuito seria a promoção de boas práticas de distribuição e negociação, tais como transparência nos procedimentos de precificação ou vedação ao resgate antecipado inferior a 6 anos.

A partir de 2013 foi incluído no produto anterior as modalidades de Debêntures de Projetos e Infraestrutura e as Debêntures de Mercado, conforme já dito. A primeira, especialmente, visava à emissão de debêntures no valor limite de até R\$ 300 milhões para empresas ligadas aos setores de logística, energia, transportes, saneamento e mobilidade urbana, ou seja, empresas que atuam no setor de infraestrutura, mas possuem porte menor e, portanto, dificuldade em conseguir financiamento. Posteriormente, o banco estruturaria fundos de investimentos lastreados nestes títulos e estimularia a venda de cotas aos investidores privados. O artigo 3º da Lei Federal nº 12.431/2011 incorporou a isenção tributária a este tipo de cotas.

Um terceiro produto ofertado se liga antes ao aumento da segurança do investidor que ao financiamento propriamente dito. Tratam-se das cláusulas com vencimento cruzado com as debêntures emitidas em projetos de infraestrutura, as quais foram incorporadas aos contratos de financiamento firmados pelo BNDES. Elas permitem que, caso haja inadimplemento, o BNDES tenha o poder de declarar o vencimento antecipado de contratos de financiamento de todo o grupo econômico, não apenas do projeto que causou débito (vencimento antecipado cruzado ou *Cross-Default*). Além disto, o banco passou a compartilhar garantias como a cessão fiduciária dos direitos creditórios de seus contratos de financiamento.

³⁰¹ BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **Mercado de Capitais**. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/mercado-de-capitais>>. Acesso em 31 ago. 2018.

Por fim, a troca do índice de cobertura do serviço da dívida e a mudança no sistema de amortização serviram como estímulo a modelagem financeira. Flexibilizando um índice como o ICSD (índice de cobertura do serviço da dívida) para baixo, permitiu-se maior alavancagem ao projeto, reduzindo-se a necessidade de aporte de capital próprio. Possibilitando-se a utilização do sistema *Price* para amortização no lugar do SAC, alivia-se o fluxo de caixa.³⁰²

Segundo dados apresentados pelo BNDES, os gastos do banco no mercado de capitais, no geral, entre os anos de 2012 e 2016, foram os seguintes: R\$ 7.907,70 milhões em 2012, R\$ 6.955,40 milhões em 2013, R\$ 7.499,60 milhões em 2014, R\$ 1.743,60 milhões em 2015 e R\$ 1.808,10 milhões em 2016, totalizando aproximadamente R\$ 26 bilhões.³⁰³

8.10 PARTICIPAÇÃO DO BNDES NO FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA

Conforme afirmado anteriormente, o BNDES ainda continua sendo o principal financiador da infraestrutura nacional. A trajetória histórica do banco aliada à necessidade de atuação estatal para a alavancagem do investimento, tornam o desafio de desenvolvimento do mercado de capitais para o financiamento de longo prazo ainda mais desafiador.

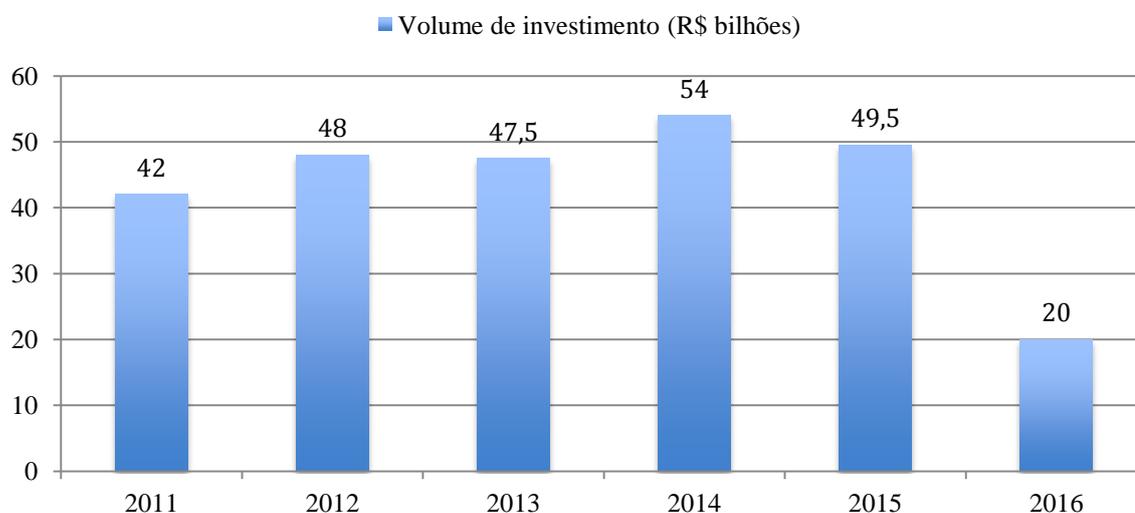
Para que uma análise posterior das debêntures de infraestrutura possa ser melhor realizada, faz-se essencial demonstrar o dimensionamento da atuação do banco na área de infraestrutura para efeitos comparativos.

Segundo Fernando Pimentel Puga e Humberto Gabrielli, entre 2012 e 2014, o investimento do BNDES aumentou até atingir um pico de R\$ 54 bilhões, decaindo vertiginosamente a partir de então e chegando a R\$ 20 bilhões 2016:

³⁰² WAJNBERG, D. Debêntures de infraestrutura: emissões realizadas e perspectivas. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 41, pp. 331-377, 2014, pp. 360-365.

³⁰³ Cf. BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Ob, cit.

GRÁFICO 12 - VOLUME DE INVESTIMENTO DO BNDES EM INFRAESTRUTURA (R\$ BILHÕES)



Fonte: Do Autor

Nota: Adaptado de Fernando Pimentel Puga e Humberto Gabrielli³⁰⁴

Ainda, segundo dados do Ministério da Fazenda, os grandes setores beneficiados com os investimentos do banco são os de Transporte Terrestre e os de Eletricidade e Gás, os quais concentram a quase totalidade dos valores despendidos.³⁰⁵

O BNDES apoia a infraestrutura por meio de financiamentos e participações societárias, além de estimular a emissão de debêntures por projetos do setor como forma complementar de financiamento, unindo recursos do Banco e do mercado de capitais. O financiamento direto é realizado pelo Finem.

Segundo o banco, o “BNDES Finem” é um produto voltado para financiamentos acima de R\$ 20 milhões (quando já associado a outro projeto do BNDES, os valores podem ser abaixo deste limite). Os critérios de avaliação dos financiamentos priorizam os “benefícios que o projeto irá gerar para a sociedade”, o que, claramente foca os projetos de infraestrutura ligados a saneamento, energia elétrica e outros, de acordo com o próprio banco.³⁰⁶

Comparando-se com os valores emitidos em debêntures ligadas à infraestrutura com os gastos pelo BNDES, pode-se notar a grande disparidade entre a atuação dos dois instrumentos. Enquanto em 2015 o banco investiu 57% dos recursos ligados aos projetos

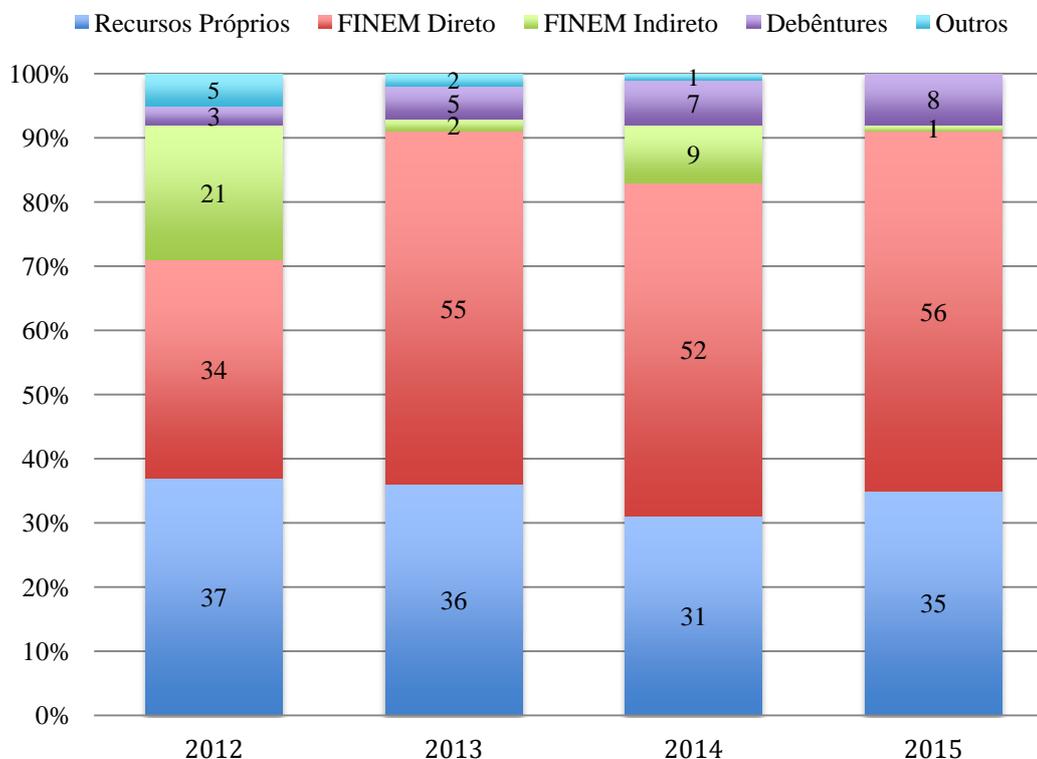
³⁰⁴ PUGA, F. P.; GABRIELLI, H. O BNDES e o investimento: 2000 a 2016. **Texto para Discussão 122, BNDES**. Brasília, mar. 2018, p. 19.

³⁰⁵ Cf. BRASIL. Ministério da Fazenda. Ob, cit.

³⁰⁶ BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **BNDES Finem**. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/bndes-finem>>. Acesso em 31 ago. 2018.

de infraestrutura, as debêntures participaram com apenas 9%.

GRÁFICO 13 - EVOLUÇÃO DAS FONTES DE RECURSOS DE PROJETOS DE INFRAESTRUTURA NO BRASIL



Fonte: Câmara dos Deputados com base em dados do BNDES³⁰⁷

Apesar do quadro acima não contemplar o ano de 2016, dados do BNDES podem demonstrar o quanto foi gasto pelo banco naquele ano em projetos de infraestrutura, excluindo-se, outros gastos com outros setores, como o de agropecuária, por exemplo. O Finem Direto chegou ao montante de R\$ 46.896,40 milhões e o Finem Indireto alcançou o montante de R\$ 1.824,60 milhões, ambos totalizando o valor de R\$ 48,8 bilhões.³⁰⁸ Considerando que o valor gasto com as debêntures de infraestrutura em 2015 e 2016 foi de R\$ 5,3 e R\$ 4,5 bilhões, respectivamente, e que o valor de investimento com recursos próprios continuou praticamente o mesmo, em 2016 o BNDES manteve sua participação em torno de 54,3%. Este quadro, entretanto, foi um pouco modificado no ano de 2017 com a reversão do quadro recessivo da economia e com a diminuição constante dos valores gastos pelo BNDES com o investimento de infraestrutura.

³⁰⁷ Cf. BRASIL. Câmara dos Deputados. Ob, cit.

³⁰⁸ BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **Conhecimento**. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento>> Acesso em 30 ago. 2018.

9 AVALIAÇÃO DA DEBÊNTURE DE INFRAESTRUTURA COMO INSTRUMENTO COMPLEMENTAR DE FORMAÇÃO DE *FUNDING* PARA O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO DA INFRAESTRUTURA NACIONAL ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016

9.1 FORMA JURÍDICA DO *FUNDING* PARA O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO DA INFRAESTRUTURA NACIONAL POR MEIO DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA

A construção de uma política pública de financiamento de longo prazo da infraestrutura com viés desenvolvimentista dentro do contexto brasileiro, onde a economia está inserida periféricamente em um sistema mundial hierarquizado, ocorre através da atividade financeira estatal. Esta atividade, por sua vez, pode ser dirigida à regulação do crédito ligado ao mercado de capitais com o intuito de realocar recursos disponíveis por meio das chamadas debêntures de infraestrutura, coordenada com a distribuição de fundos públicos e direcionamentos orçamentários.

O financiamento, dentro de uma abordagem sistêmica e dinâmica como a adotada na presente tese, prescinde da formação de poupança, sendo mais correto afirmar que a dependência está atrelada antes à formação de *funding*, definido como a própria capacidade de financiamento. Este *funding* envolve diversos interesses de múltiplos agentes, uma vez que visa à estabilização dos riscos envolvidos nos diversos ciclos do capital que fazem parte dos projetos de infraestrutura no longo prazo. Tal fato implica a utilização de diversos tipos e fontes de financiamento em conjunto, os quais podem se combinar de distintas formas.

Para tanto, a atividade financeira estatal deve estabelecer o modo como um fundo público é constituído, a escolha de alocação dos recursos orçamentários e a regulação dos créditos público e privado com o intuito de constituir este *funding* composto por diversos tipos de e fontes de financiamento para a concretização da política pública de financiamento interno de longo prazo ligada à infraestrutura.

Desta forma, atuando como gestor político dos riscos de longo prazo que fazem parte do processo de acumulação do capital, o Estado, por meio do Direito positivo, fornece instituições e instrumentos de política econômica adequados à formação deste *funding* voltado ao financiamento de longo prazo. Mais especificamente, a junção de

instrumentos jurídicos do Direito Econômico e do Direito Financeiro, bem como do Direito Comercial, volta-se à racionalidade ligada à ordenação dos processos econômicos e da organização jurídica dos espaços de acumulação de riqueza, tendo por objeto as formas e meios de apropriação do excedente e seus reflexos na organização da dominação social.

Portanto, torna-se premente a definição da forma jurídica do *funding* para o financiamento de longo prazo por meio de debêntures de infraestrutura para que seja realizada uma análise da regulação de tais instrumentos jurídicos no financiamento nacional entre os anos de 2011 e 2016. No Brasil ela tem natureza mista, envolvendo tanto recursos públicos quanto privados. Isto significa que ela pode ser entendida como um arranjo complexo mediado por normas que envolve tanto o financiamento público quanto privado.

Há financiamento público, pois abrange a distribuição de fundo público, já que a atividade financeira estatal se volta à alocação de recursos orçamentários por meio da isenção de imposto de renda concedido às debêntures de infraestrutura. Também há distribuição de fundo público quando há atuação do BNDES, seja como subscritor de debêntures, seja quando o banco se torna garantidor das emissões realizadas por empresas de capital brasileiro. Ainda, há tal distribuição quando as empresas emissoras possuem capital estatal direto ou indireto por meio de fundos de pensão, por exemplo.

Por outro lado, há financiamento privado quando da emissão e comercialização das debêntures de infraestrutura, captando-se recursos privados, principalmente no mercado secundário, o que não envolve a apropriação de fundo público e a atividade financeira estatal se restringe antes à regulação do crédito e do instrumento em si.

Sendo assim, a forma jurídica do *funding* deve se vincular a estes dois tipos de financiamento. O Estado constitui um fundo público por meio da atuação do BNDES, da própria União e de empresas estatais, bem como aloca recursos orçamentários a partir da concessão de isenção de imposto de renda. Ele também regula a concessão de crédito privado por meio da criação de um instrumento jurídico como a debênture de infraestrutura, a qual capta e direcionada recursos disponíveis no mercado. A junção destas atividades compõe e fazem parte da forma jurídica do *funding* para financiamento de longo prazo por meio das chamadas debêntures de infraestrutura.

Apenas para não serem repetidas algumas normas já citadas no presente trabalho, principalmente aquelas referentes ao estabelecimento de competências, as relacionadas ao Direito Administrativo ou mesmo as de cunho estritamente orçamentárias ou aquelas que respaldam a existência de instituições, como moeda e crédito, abaixo serão colocadas

somente as principais relativas aos três ramos do Direito citados e que demonstram a juridicidade deste *funding*.

Constitucionalmente, conforme anteriormente afirmado, o Direito Constitucional Econômico instrumentaliza juridicamente a política econômica do Estado em relação ao mercado financeiro, segundo o artigo 24, I, da CF. A atuação do Estado no domínio econômico está encampada tanto nos artigos 170, quanto no 192. Este último também estabelece que o sistema financeiro nacional deve ser estruturado para promover o desenvolvimento equilibrado do País e para servir aos interesses da coletividade. Tais interesses devem ser estabelecidos de acordo com objetivos constitucionais dispostos no artigo 3º da mesma CF, especialmente em relação ao desenvolvimento.

Infraconstitucionalmente, a Lei nº 4.595/64, respaldada pela Emenda Constitucional nº 40/2003, que alterou o inciso V do artigo 163, o artigo 192 e o *caput* do artigo 52 do ADCT, regula o sistema financeiro e é atual base normativa que organiza o sistema de crédito no Brasil, juntamente com as normas constitucionais.

Especificamente em relação ao instrumento jurídico ora analisado, a norma que regula as debêntures simples consta na Lei nº 6.404/76. A Lei Federal nº 12.431/2011 alterou este diploma legal para criar as debêntures de infraestrutura, modificando vários dos requisitos deste instrumento e concedendo isenções tributárias.

Por fim, dentro da sua competência fiscalizatória e regulatória, a CVM estabelece como são realizadas as ofertas de debêntures de infraestrutura com esforços amplos ou restritos de distribuição por meio das Instruções 400 e 476, o que impacta diretamente no modo de distribuição destes valores mobiliários.

9.2 ANÁLISE DAS EMISSÕES DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA REALIZADAS ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016

9.2.1 DESTINAÇÃO DOS RECURSOS, FASE DOS PROJETOS E GARANTIA

A relação entre riscos e fases do projeto dita o tipo de garantia necessária. Em projetos de infraestrutura, diversos são os caracteres de complexidade, que podem estar relacionados desde a construção de usinas à manutenção de estradas, e que também estão ligados aos diversos ciclos do capital e às expectativas dos agentes.

Isto pode levar ao atraso no término da construção da obra, o que gera atraso no fluxo de caixa e, por conseguinte, atraso no pagamento das debêntures. Desse modo, os

riscos relacionados à fase de construção são mais importantes que os associados à fase operacional, exigindo-se maiores ou mais sólidas garantias.

Além disto, tais riscos restringem a distribuição ampla de debêntures exatamente por limitar a participação de agentes que detêm o conhecimento e estrutura para os suportar. E a fase de construção não exige apenas conhecimento extremamente especializado, mas concentra a maior parte dos investimentos do projeto, o que exige grande concentração de recursos, que podem ser próprios do empreendimento, como é o caso das debêntures de infraestrutura, ou de terceiros, no caso de financiamento por bancos, como o BNDES.³⁰⁹

Pelos dados coletados e expostos no capítulo anterior, conclui-se que um dos focos da Lei Federal nº 12.431/2011 não foi atingido, uma vez que a maioria das debêntures emitidas entre os anos de 2011 e 2016 foram efetuadas por empresas já operacionais que possuem maior previsibilidade de fluxo de caixa e acesso ao mercado de capitais, ou seja, é muito provável que não tenha havido inovação na ampliação da infraestrutura.

Por outro lado, a destinação dos recursos foi, em princípio, compatível com o proposto pela Lei Federal nº 12.431/2011, já que quase a totalidade se relacionou com investimentos em infraestrutura, mesmo sem inovação, em detrimento de capital de giro ou refinanciamento do passivo.

Todavia, deve-se ressaltar que não existe uma fiscalização efetiva pela CVM da aplicação desses recursos. Mesmo que não aplicado em capital de giro ou refinanciamento do passivo, as empresas podem ter alocado os recursos em parte da infraestrutura já existente, não gerando atualização e inovação. Pode-se, até mesmo, ter sido declarado investimento em infraestrutura de forma meramente contábil. A constatação de tal fato, entretanto, torna-se impossibilitada pela ausência de dados ou relatórios para análise e que dizem respeito a cada projeto.

Em relação às garantias, uma observação pode ser feita. As empresas que já se encontravam em estágio operacional, ou seja, que possuíam estabilidade na geração de caixa e uma fase madura do projeto, como a Autoban e a Vale S/A, conseguiram emitir debêntures com garantias meramente quirografárias, inclusive sem segregação dos bens da emissora para garantir os direitos dos debenturistas.

Empresas que ainda estavam com seu projeto na fase de construção, apenas

³⁰⁹ Cf. WAJNBERG, D., Ob, cit., pp. 343-344.

satisfizeram a vontade dos debenturistas com garantias reais, como o penhor ou alienação fiduciária das ações da emissora ou cessão fiduciária dos direitos da concessão, e, na grande maioria dos casos, com compartilhamento destas garantias com o BNDES.

O quadro em relação às garantias entre os anos de 2011 e 2016 demonstra que, em sua maioria, elas foram quirografárias ou quirografárias com garantias adicionais: 97,8% em 2012, 78,8% em 2013, 70,1% em 2014, 91,8% em 2015 e 85,5% em 2016. Por outro lado, as com garantias reais ou com garantias reais mais garantias adicionais corresponderam a 1,9% em 2012, 21,2% em 2013, 29,9% em 2014, 8,2% em 2015 e 14,5% em 2016.

Isto também evidencia que a enorme maioria das empresas que emitiram as debêntures de infraestrutura já se encontravam em estágio operacional, ou seja, poucas possuíam projetos na fase de construção, o que demonstra uma tendência de pouca inovação na infraestrutura. Ainda, tal fato foi agravado pela participação do BNDES como compartilhador de garantias destas últimas empresas, ou seja, mais fundo público foi distribuído para o financiamento de longo prazo.

9.2.2 PRAZO DE VENCIMENTO E DURAÇÃO

O prazo de vencimento de um título é um parâmetro importante quando se fala em investimento de longo prazo, principalmente o ligado à infraestrutura. Caso os títulos sejam emitidos com prazos curtos, o que é determinado pela demanda, eles perdem sua função neste tipo de financiamento e se tornam comuns. Outro parâmetro relevante é a duração, que seria uma medida de sensibilidade dos preços dos títulos de renda fixa para variações nas taxas de juros, como bem explica Daniel Wajnberg.³¹⁰ A duração avalia a variação no preço do título decorrente de uma variação no retorno exigido, o que ajuda a mensuração do risco de sua taxa de juros, determinando o *benchmark* de título público federal sobre o qual as emissões serão precificadas. Todavia, na presente tese, acredita-se ser mais relevante explicitar a remuneração média e o *spread* sobre os títulos federais em capítulo próprio.

O prazo médio para as debêntures de infraestrutura foi de 9 anos, com redução apenas em período de recessão econômica, que ficou em 7,3 anos. Também há enorme variação com alta distinção entre os títulos emitidos por meio da Lei Federal nº

³¹⁰ Cf. WAJNBERG, D., Ob, cit., p. 349.

12.431/2011, com prazo mais curtos para empresas já consolidadas, como a Autoban, e prazos mais longos para empresas com menor solidez.

Como esta média foi maior do que a alcançada pelas debêntures simples (5,7 anos entre 2011 e 2014 e de 3 anos entre 2015 e 2016), pode-se afirmar que este instrumento jurídico alcançou um de seus objetivos, qual seja, alongar o perfil da dívida das empresas que investem no setor de infraestrutura.

Por setor também houve grande variação. Enquanto nos setores de comunicação e saneamento a média de prazos foi de 7 anos, nos setores de transporte e energia a média girou entre 10 e 13 anos.

9.2.3 EMPRESAS EMISSORAS: OFERTA

Pelo lado da oferta, as debêntures de infraestrutura obtiveram razoável aceitação, já que foram utilizadas em diversas circunstâncias, como em várias fases do projeto (antes, durante e após finalização das obras), e formas, como vários prazos de vencimento e tipos de amortização, bem como diferentes tipos de garantias. Além disto, houve diminuição do custo médio de captação em comparação à uma operação bancária, o alongamento dos prazos e a melhor qualidade nas garantias oferecidas.

A emissão por meio do ICVM 476/2009 foi a mais utilizada por ser mais barata e por envolver maior necessidade de avaliação de riscos. A emissão com esforços amplos foi quase três vezes menor em quantidade, mas quase o mesmo tamanho em valor, ou seja, foi utilizada para projetos de porte maior. Pode-se perceber que a emissão por meio do ICVM 400/2003 foi utilizada por empresas com maior consolidação no mercado.

Também ocorreu uma concentração das emissões nos setores de Transporte e Energia, com grande ênfase ao investimento em rodovias e na geração de energia, respectivamente.³¹¹

Levando-se em consideração apenas o volume emitido, algumas emissões ganham relevância, especificamente em relação às emissões por meio da Lei Federal nº 12.431/2011.

Em 2012, duas emissões, a primeira com esforços restritos, e a segunda com esforços amplos, destacaram-se: Santo Antônio Energia S.A. (construção da Usina

³¹¹ BRASIL. SEAE – Secretaria de Acompanhamento Econômico. **Projetos de Infraestrutura: Fontes de Financiamento**. Disponível em: < file:///Users/felipetadeu/Downloads/161020-Apresentacao-Angelo-Duarte%20(3).pdf>. Acesso em 27 ago. 2018.

Hidrelétrica denominada UHE Santo Antônio), com emissão de R\$ 420,00 milhões e a Concessionária Auto Raposo Tavares S/A, com emissão de R\$ 380,00 milhões.

No ano de 2013, a Concessionária Rodovias do Tietê S/A, com R\$ 1.065,00 milhões e a Concessionária do Sistema Anhanguera - Bandeirantes S.A. - CCR AutoBAN com R\$ 450,00 milhões, a Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS (serviços locais de gás canalizado denominado Projeto de Expansão e Suporte à Infraestrutura de Distribuição de Gás Natural na Área de Concessão da Comgás), com R\$ 411,80 milhões. As três emissões foram pelo ICVM 400/2009.

Em 2014, destacaram-se: Vale S/A, com R\$ 600,00 milhões (ICVM 400/2003), Santo Antônio Energia S/A, com R\$ 500,00 milhões (ICVM 400/2003), a Concessionária Aeroporto Internacional de Guarulhos S.A. (infraestrutura aeroportuária) emitindo R\$ 600,00 milhões (ICVM 476/2009) e a Concessionária do Sistema Anhanguera - Bandeirantes S.A. - CCR AutoBAN emitindo R\$ 545,00 milhões (ICVM 400/2003).

Novamente, em 2015, a Vale S/A emitiu R\$ 1.350,00 milhões (ICVM 400/2003). A Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS (emitiu R\$ 541,89 milhões (ICVM 400/2003) e a MRS Logística S.A 550,70 milhões (ICVM 400/2003).

Por fim, em 2016, a Usina Termelétrica Pampa Sul S.A emitiu R\$ 600,00 milhões (ICVM 476/2009), a Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS, R\$ 675,75 milhões (ICVM 400/2003) e o TCP - TERMINAL DE CONTÊINERES DE PARANAGUÁ S.A., R\$ 428,00 milhões (ICVM 400/2003).

Tais exemplos claramente demonstram a preferência pela emissão via ICVM 400/2003 em projetos de grande porte. Estes projetos, por sua vez, foram desenvolvidos por empresas consolidadas no mercado ou que possuíam maior participação do poder público.

Ainda, não foram encontrados dados acerca de problemas com as emissões no que diz respeito ao não pagamento dos debenturistas. Apenas pode-se ressaltar que, provavelmente, diante da mudança do cenário macroeconômico, as empresas que lançaram esses papéis podem ver uma oportunidade de fazer novas emissões pagando menos aos debenturistas, o que não é permitido pela legislação conforme visto acima.

9.2.3.1 Acionistas e controladores das principais empresas emissoras

Em última instância, a decisão sobre a composição acerca das fontes de financiamento compete aos acionistas ou aos executivos das empresas, que podem

entender pela emissão ou não das debêntures de infraestrutura de acordo com as taxas de juros praticadas no mercado no momento da decisão. Ademais, são os acionistas que ficam com a valorização do capital gerado pelos valores mobiliários. Por isso, entende-se relevante verificar alguns dos principais acionistas das principais empresas emissoras acima citadas.

No setor de transporte ferroviário, a Vale S/A foi a principal emissora. Extinta pelos acionistas em 2017, a Valepar era a *holding* que controlava a empresa³¹² e seus acionistas principais eram Litel Participações, Litela, ambos representantes de fundos de pensão, Bradespar, Mitsui & Co e BNDESPar. A MRS - Companhia Siderúrgica Nacional - CSN era controlada pela Minerações Brasileiras Reunidas S.A., subsidiária da Vale S/A.

A Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS, maior distribuidora de gás natural do Brasil, controlada pela Cosan S.A., grupo privado cujo maior acionista é a Cosan Limited, foi o principal destaque no setor de energia. Ainda, a Santo Antônio Energia S.A., controlada pela Madeira Energia S.A., composta por empresas públicas e privadas, tais como Furnas Centrais Elétricas e Odebrecht Energia do Brasil,³¹³ e a Usina Termelétrica Pampa Sul S.A., controlada pela Tractebel Energia S.A., por sua vez, acionista da ENGIE Brasil Participações Ltda., possui capital belga, britânico e francês,³¹⁴ também efetivaram emissões de grande volume.

No setor de transporte rodoviário, as emissões foram em maior volume pelas concessionárias do setor. A Concessionária Auto Raposo Tavares S/A, controlada pela Investimentos e Participações em Infraestrutura S.A – INVEPAR, cujos acionistas são a OAS , a Previ (Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil), a Petros (Fundação Petrobras de Seguridade Social) e a Funcef,³¹⁵ a Concessionária do Sistema Anhanguera - Bandeirantes S.A. – AutoBan, controlada pela CCR S.A., cujos maiores acionistas são o Grupo Camargo Corrêa e o Grupo Andrade Gutierrez,³¹⁶ e a Concessionária Rodovias do Tietê S/A controlada pela *holding* de capital internacional *Ascendi International Holding B.V.* foram as principais emissoras.

³¹² BOVESPA. **Valepar S.A.**: Laudo de Avaliação da Valepar S.A. e da Vale S.A. mai. 2017. Disponível em: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/DWL/FormDetalheDownload.asp?site=C&prot=566666>> Acesso em 16 out. 2018.

³¹³ SANTO ANTÔNIO ENERGIA. **Acionsitas**. Disponível em: <<http://www.santoantonioenergia.com.br/empresa/acionistas/>>. Acesso em 16 out. 2018.

³¹⁴ ECONOINFO. **Tractebel Energia**. Disponível em: <<http://www.econoinfo.com.br/governanca-corporativa/posicao-acionaria?codigoCVM=17329>>. Acesso em 16 out. 2018.

³¹⁵ OAS. **Invepar**. Disponível em: <<http://www.oas.com.br/oas-com/oas-investimentos/invepar/>>. Acesso em 16 out. 2018.

³¹⁶ GRUPO CCR. **Estrutura acionária**. Disponível em <<http://www.grupoccr.com.br/grupo-ccr/estrutura-acionaria/>>. Acesso em 16 out. 2018.

Por fim, no setor aeroportuário, a principal emissão no período analisado foi realizada pela Concessionária Aeroporto Internacional de Guarulhos S.A., controlada pela Aeroporto de Guarulhos Participações S.A., cuja composição acionária é de 49% da Infraero, ou seja, da União Federal, e os restantes 51% ficam em 20% com uma empresa de capital sul-africano (*Airports Company South Africa Soc. Limited*) e o restante dividido entre OAS, Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI, Fundação dos Economistas Federais – FUNCEF e Fundação Petrobras de Seguridade Social – Petros.³¹⁷

Falta fôlego à presente tese para analisar cada uma das emissões realizadas e os acionistas de cada empresa emissora. Mesmo porque este não é o foco do estudo. Entretanto, podem ser realizadas algumas observações sobre as debêntures de infraestrutura emitidas em maior volume.

Não houve grande participação do capital internacional nas decisões sobre as emissões. Elas ficaram por conta, ainda, do capital público, seja diretamente ou por meio de fundos de pensão, e de empresas nacionais amplamente consolidadas no mercado. Além disto, todas as empresas privadas são de capital aberto, o que significa que possuem ações negociadas no mercado, isto é, há grandes chances de influência dos acionistas minoritários nestas decisões.

9.2.4 INVESTIDORES: COMO FORAM DISTRIBUÍDAS AS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA?

Conforme já aventado, a regulação da CVM para ofertas públicas de debêntures são realizadas com esforços amplos ou restritos de distribuição. Estas últimas, são mais céleres e menos onerosas, mas exigem investidores qualificados, não sendo abertas aos investidores a varejo.

A captação por meio do ICVM 476/2009 tende a ser mais utilizada em projetos em fase construção, como em linhas de transmissão de energia, provavelmente devido à complexidade de avaliação de riscos, que afastam investidores de menor porte. Além do mais, ela se enquadra perfeitamente em pequenas ofertas, por ser mais barata. Por outro lado, a captação por meio do ICVM 400 foi direcionada a emissões de grande porte, justamente pela possibilidade de pulverização dos investidores.

³¹⁷ ECONOINFO. **Concessionária do Aeroporto Internacional de Guarulhos S.A.** Disponível em: <<http://www.econoinfo.com.br/governanca-corporativa/posicao-acionaria?codigoCVM=23515>>. Acesso em 16 out. 2018.

Entre os anos de 2011 a 2016, especificamente do total de debêntures incentivadas emitidas, incluindo-se as do artigo 1º e 2º da Lei Federal nº 12.431/2011, 23 emissões foram realizadas no âmbito da ICVM 400/2003 e 61 emissões foram realizadas no âmbito da ICVM 476/2009. Nesta última, o volume foi de, aproximadamente, R\$ 14.000,00 milhões. Já as ofertas com base no ICVM 400/2003 atingiram o volume de aproximadamente R\$ 11.700,00 milhões.³¹⁸

Tais dados apenas confirmam a análise efetuada. A emissão com esforços restritos foi mais aceita e acabou sendo mais utilizada por ser mais barata e por envolver menor necessidade de avaliação de riscos, o que afasta investidores de menor porte, como pessoas físicas. A emissão com esforços amplos foi quase três vezes menor em quantidade, mas quase o mesmo tamanho em valor, ou seja, foi utilizada para projetos de porte maior. Ainda, nas emissões com esforços amplos, 64% dos papéis emitidos ficaram nas mãos de pessoas físicas, enquanto que na de esforços restritos este percentual cai para 23%.

No geral, do ponto de vista dos investidores, em 2016, 39,7% dos títulos foram adquiridos por investidores pessoas físicas, principalmente domésticos, que reconhecem os papéis como eficientes do ponto de vista fiscal e rentáveis, o que pode ser considerado uma comprovação da aceitação por parte do público envolvido. Isto, mesmo se considerando que podem existir distorções nestes dados, uma vez que existe a possibilidade de antes de ofertar os títulos às pessoas físicas, bancos e corretoras (investidores institucionais) podem os comprar para suas carteiras.

No mesmo ano, 36% das debêntures de infraestrutura foram parar nas mãos de investidores institucionais. Fundos de investimentos e bancos também realizaram grandes aportes, muitas vezes repassando de forma indireta para seus clientes, o que pode afetar a análise da distribuição a pessoas físicas. Estas instituições normalmente são grandes bancos de investimentos, gestoras de recursos (*assets*) ou escritórios especializados em gestão de patrimônio de grandes investidores (*wealth management and family offices*).

O que se pode notar é que, após a promulgação da Lei nº 12.431/2011, a distribuição das ofertas por detentor de acordo com o volume, somente regidas pelo artigo 2º, apresentaram uma grande relevância das pessoas físicas. Apesar disto, o percentual ainda é baixo em comparação ao valor total emitido e comprado.

Deve-se ressaltar que houve uma mudança neste quadro em 2018, quando pessoas

³¹⁸ BRASIL. Ministério da Fazenda. **Boletim de debêntures – Março 2018**. Disponível em <<http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas/arquivos/2018/boletim-de-debentures-marco-2018/view>>. Acesso em 20 ago. 2018.

físicas compraram 20,2% das debêntures de infraestrutura emitidas, enquanto que os investidores institucionais ficaram com 41% e os Intermediários e demais participantes ligados à oferta concentraram 38,8%.³¹⁹

Um dos fatores que justifica o crescimento no número de investidores institucionais para este mercado de capitais foi a substituição da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), em 6,6% ao ano, pela TLP (Taxa de Longo Prazo), que em junho de 2018 estava em 7,04%, em contratos de financiamento de projetos de infraestrutura pelo BNDES. Outro fator que contribuiu para a maior demanda por parte de investidores institucionais, foi sua visão de que os títulos de dívida privada poderiam gerar um maior retorno em um cenário de queda da taxa de juros.

Especialmente em relação aos investidores estrangeiros, alvos do artigo 1º (projetos de investimento), a média de demanda foi irrisória, apenas 1,5%, sendo zerada no ano de 2016 e no de 2017.³²⁰ Em relação às debêntures de infraestrutura (Artigo 2º), esse quadro também não foi diferente, já que os investidores estrangeiros representaram 10,1% das emissões pelo ICVM 460 e 1,4% pelo ICVM 400.

Daniel Wajnberg elenca algumas razões para isto ter ocorrido, tais como (i) as limitações relacionadas às ofertas com esforços restritos, que apenas podem ser direcionadas a investidores qualificados, (ii) os investidores estrangeiros almejam juros maiores do que os investidores nacionais, principalmente devido ao risco cambial, além dos outros riscos por todos suportados, e (iii) grande participação dos investidores institucionais (bancos, gestores de recursos e fundos de pensão) no mercado de debêntures pela atratividade de retorno ou meramente pela possibilidade de efetuar a sua distribuição.³²¹

Especificamente em relação ao investidor estrangeiro e ao risco cambial, um dos problemas que se pode levantar é a recusa das instituições financeiras em oferecer *swap* cambial de longa duração, como seria o caso das debêntures incentivadas. Sem a redução do risco, por tal método, o investidor ficaria sujeito à grande volatilidade da moeda brasileira. Todavia, como o mercado doméstico ainda não apresenta uma demanda

³¹⁹ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Boletim Mercado de Capitais**. Disponível: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/ativos-de-renda-fixa-corresponderam-a-89-das-captacoes-domesticas.htm. Acesso em 02 jul 2019.

³²⁰ ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Debêntures incentivadas atingem R\$ 1,3 bilhão em 2017**. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/debentures-incentivadas-atingem-r-1-3-bilhao-em-2017.htm. Acesso em 16 out. 2018.

³²¹ Cf. WAJNBERG, D., Ob, cit., pp. 353-355.

adequada, uma solução que está sendo aventada pelo governo brasileiro é a oferta de um novo seguro que poderá ser contratado pelo emissor das debêntures e com validade até o vencimento dos papéis.³²² Tal seguro utilizaria os recursos do Fundo Garantidor de Infraestrutura, ou seja, mais distribuição de fundo público.

Cabe lembrar, por fim, que o instrumento também obteve aceitação pelo lado da demanda, quando se considera que o *spread* em relação aos títulos federais foi próximo de 1%.

9.2.5 REMUNERAÇÃO E SPREAD

Em estudo sobre as debêntures de infraestrutura, Daniel Wajnberg aponta que a lei foi bem recebida pelas empresas emissoras e pelos investidores, pois diminuiu o custo de captação para as primeiras e diminuiu o risco para os outros, o que reduziu o *spread* sobre os títulos públicos. O autor também afirma que houve grande variação entre as emissões.³²³

No que se refere aos *spreads* em relação à NTN-B comparável, em 2016, as debêntures emitidas tiveram um *spread* médio de 0,95%. Desde 2014, o *spread* médio tem sido próximo de 1% em relação à NTN-B.³²⁴ Por setor, a média também ficou em torno de 1%, com exceção da área de saneamento, onde o percentual girou em torno de 3%.

O *spread* em relação as emissões com esforços amplos foram muito menores do que as com esforços restritos. Isto quer dizer que as emissões que beneficiaram investidores pessoa física foram melhor precificadas do que as que beneficiariam somente alguns investidores. Entretanto, como já afirmado, a emissão com esforços amplos se direciona a empresas já operacionais na maioria dos casos, o que não gera inovação na infraestrutura.

Além disto, conforme aponta Fayga Czerniakowski Delbem, a introdução do benefício fiscal apenas para pessoas físicas e investidores estrangeiros gerou uma precificação das debêntures por um *spread* inferior ao mínimo exigido por outros investidores não contemplados pela Lei Federal nº 12.431/2011, como os fundos de

³²² RITNER, D. Debênture de infraestrutura terá proteção para estrangeiro. **Valor Econômico**, São Paulo, 03 jun. 2018. Finanças. Disponível em: < <https://www.valor.com.br/financas/5566599/debenture-de-infraestrutura-tera-protacao-para-estrangeiro>>. Acesso em 16 out. 2018.

³²³ Cf. WAJNBERG, D., Ob, cit., p. 357.

³²⁴ BRASIL. Ministério da Fazenda. **Debêntures incentivadas somaram R\$ 9,1 bilhões em 2017**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/noticias/2018/janeiro/debentures-incentivadas-somaram-r-9-1-bilhoes-em-2017>>. Acesso em 30 ago. 2018.

investimento, por exemplo.³²⁵

Finalmente, ressalte-se apenas que a formação dos preços dos títulos também sofre influência do cenário econômico do mercado no momento da emissão, variando conforme sua volatilidade, inclusive com fatores externos. Assim, a precificação não depende apenas das características intrínsecas dos títulos. Por exemplo, a demanda de investidores por debêntures de infraestrutura tende a crescer em resposta a um aumento das taxas pagas pelos títulos públicos atrelados ao IPCA (NTN-B).

Apesar de constituir um relevante instrumento para captação de *funding* de infraestrutura, o que é demonstrado pelo bom *spread* em relação aos títulos públicos, dada a boa aceitação pelo lado da demanda, as debêntures não possuem o mesmo baixo risco somente por elas mesmas. Os títulos públicos ainda oferecem garantia soberana, ou seja, baixíssimo risco. Há necessidade, portanto, de participação estatal neste mercado de capitais, seja como investidor, seja compartilhando as garantias atreladas a tais valores mobiliários.

9.3 FATORES EXTRÍNSECOS E INTRÍNSECOS DE EFICÁCIA DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA

9.3.1 FATORES EXTRÍNSECOS

Conforme relatado no Capítulo 7, apesar da quantificação do volume de emissão ser relevante para a análise da eficácia das debêntures de infraestrutura, fatores extrínsecos aos valores mobiliários, como os macroeconômicos, devem necessariamente fazer parte de uma análise mais proeminente.

Com isto se quer dizer que não apenas a métrica de volume de emissões é relevante para analisar um instrumento jurídico, mas outros fatores extrínsecos são determinantes para verificar sua eficácia. Sim, pois o Direito não possui atuação dissociada de outras realidades, como a econômica, a social e histórica. Logo, alguns destes fatores mais relevantes serão aqui abordados, comparando-os com a métrica já descrita no capítulo anterior.

Em relação aos fatores extrínsecos, importa notar três, especificamente, que impactam diretamente as debêntures de infraestrutura: regulação setorial, estrutura

³²⁵ Cf. DELBEM, F. C. Ob, cit., p. 50

institucional e macroeconomia.

As diversas formas de regulação setorial afetaram a assunção de maiores riscos por cada empresa atuante em sua respectiva área. Constata-se isso pela concentração da emissão de debêntures de infraestrutura nos setores de transporte rodoviário e energético, em que predominam regras mais claras do que em setores como portuário e transporte ferroviário.

A quantidade de portarias autorizativas emitidas também demonstra que os setores de transportes rodoviários e de geração de energia continuarão a dominar a emissão das debêntures. Um outro problema que se coloca em relação à regulação é a falta de equilíbrio das autorizações governamentais de acordo com o planejamento adequado de desenvolvimento econômico nacional. Não existem razões aparentes para os dois setores citados serem dominantes em detrimento de outros.

Quanto ao ambiente institucional, sob um aspecto subjetivo, a atuação do BNDES ainda é muito relevante, o que pode inibir a atuação de agentes privados, prejudicando o desenvolvimento do mercado de debêntures. Isto não quer dizer que o banco não é necessário ao financiamento de longo prazo, apenas que ele poderia concentrar seus esforços em investimentos diretos, por exemplo, no lugar do mercado de capitais. Todavia, sua atuação no compartilhamento de riscos ainda é fundamental para o incentivo à emissão de debêntures.

A atuação do Estado, desta maneira, ainda é extremamente relevante ao setor financeiro nacional, porque reduz risco e aumenta o estado de confiança dos agentes econômicos, especialmente devido ao mercado de debêntures ainda estar em desenvolvimento e não suportar, por ora, a assunção do financiamento de longo prazo brasileiro sozinho.

Por fim, claramente se pode observar que a macroeconomia afeta o desempenho das debêntures incentivadas, influenciando o mercado de crédito para o financiamento de longo prazo. Conforme já dissertado, a partir de 2013 o Brasil iniciou um período de instabilidade e alta volatilidade de capitais, caracterizado por uma recessão e baixo dinamismo, diminuindo-se a liquidez e se elevando as taxas de juros, o que incitou os investidores a serem mais cautelosos. Isto fez com que o investimento na formação bruta de capital fixo baixasse em contraposição às taxas positivas em períodos de crescimento com juros baixos, quadro que apenas mudou em 2018. A disponibilidade das empresas de fazerem dívida via emissão de debêntures acompanhou esta diminuição de investimento.

Segundo Daniel Wajnberg, que se baseou em relatório da ANBIMA, a reversão

do processo de queda das taxas básicas de juros (onde foi utilizada a subida da taxa de juros da NTN-B como parâmetro) e o aumento na volatilidade dos indicadores levaram à queda do volume de captação de todos os títulos de renda fixa privados ao longo do ano de 2013, incluindo das debêntures de infraestrutura.³²⁶

Coube ao Estado, com o intuito de incrementar a criação de dívida e crédito, utilizar instrumentos para estabilizar as variações bruscas macroeconômicas. E isto foi realizado em relação às debêntures de infraestrutura, em que a isenção de IR foi concedida e houve compartilhamento de riscos com o BNDES, resultando no crescimento modesto deste mercado, mesmo em um período de turbulência.

Além da variação do PIB e da taxa de investimento, outro índice macroeconômico afeta diretamente o desempenho das debêntures de infraestrutura: os juros. Por oferecerem risco soberano, a atratividade dos títulos públicos é muito grande, ou seja, oferecendo maiores retornos, tais títulos se tornam mais estimulantes à reprodução de capital do que outros títulos com riscos maiores, tais como os valores mobiliários. Por esse motivo, quanto maiores os juros determinados pela política econômica, menor o estímulo à aquisição de títulos privados.

Ademais, segundo Torres Filho e Macahyba, o pouco desenvolvimento do próprio mercado de títulos privados brasileiro, inclusive se comparado a outros países latino-americanos, pode ser creditado às altas taxas de juros dos títulos públicos, bem como a problemas institucionais e regulatórios e aos entraves tributários e fiscais.³²⁷

A Lei Federal nº 12.431/2011, solucionando em parte estes últimos problemas fiscais, fez com que a emissão se concentrasse em empresas maiores e com melhor classificação de risco. As empresas menores evitam emitir títulos de curto prazo para não perderem liquidez e, ao mesmo tempo, não tiveram acesso ao mercado do financiamento de longo prazo.³²⁸ Entretanto, isto parece ser natural quando se fala em empresas ligadas à infraestrutura, visto que predominam empresas de grande porte.

Ainda no contexto macroeconômico, a atração de capital privado para as debêntures de infraestrutura foi dificultada pela retirada da cobrança do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros (IOF) para aplicações de investidores estrangeiros em títulos de renda fixa em função da valorização do dólar, o que aumentou a

³²⁶ Cf. WAJNBERG, D., Ob, cit., p. 366.

³²⁷ TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. **O elo perdido: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e propostas**. São Paulo: Instituto de estudos para o desenvolvimento industrial (IEDI), 2012.

³²⁸ Cf. BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Ob, cit., p. 11.

atratividade dos títulos públicos.³²⁹

Note-se que mesmo em um período de elevada aversão ao risco e de redução da viabilidade de muitos projetos, o mercado de capitais de debêntures vem apresentando taxas de volume de capital alocado crescentes e consideráveis. Atualmente, com ciclo de corte de taxas de juros, controle da inflação, recuperação gradual do crescimento econômico, a atratividade desta modalidade tende a ganhar escalas exponenciais, o que é comprovado pela observação de que o ano de 2018 foi recorde em emissões de debêntures de infraestrutura com um aumento de 142,5% em relação ao volume de 2017. Soma-se a isso a definitiva comprovação da inviabilidade de o Estado ser o único e total financiador de projetos de infraestrutura no país, ao passo que a crise fiscal ainda assolará seu orçamento por alguns anos.

Portanto, as debêntures incentivadas de infraestrutura tenderão a ganhar mais espaço, seja impulsionado devido ao investidor suportar maiores retornos em um cenário de baixas taxas de juros e isenção fiscal, seja por um Estado amplamente empenhado em controlar o *déficit* de infraestrutura no país. E isto ocorreria de forma descentralizada, pulverizada e oriunda de capital privado, mas com o enorme e ainda não totalmente explorado potencial de financiamento de longo prazo.

9.3.2 FATORES INTRÍNSECOS

Os fatores intrínsecos, ligados apenas ao instrumento jurídico em si, relacionam-se às mudanças introduzidas pela Lei Federal nº 12.431/2011 no regime jurídico das debêntures com o intuito de as tornarem mais eficientes para atrair e fazer circular capital para a infraestrutura, bem como estimular a criação de um mercado de títulos de dívida privada.

Primeiramente, cabe afirmar que as debêntures simples, por si mesmas, permitem à empresa emitente, entre outros, a diminuição do custo médio de captação financeira em comparação à uma operação bancária, o alongamento dos prazos e a melhor qualidade nas garantias oferecidas. Estimulando a emissão de debêntures ao invés de empréstimos bancários, as empresas admitem que seja escolhida maior ou menor pulverização do poder de controle.

A característica mais marcante da debênture de infraestrutura criada pela Lei

³²⁹ Cf. WAJNBERG, D., Ob, cit., p. 337.

Federal nº 12.431/2011 é o seu tratamento fiscal incentivado, com isenção de IR ou sua diminuição, com impacto nas normas orçamentárias devido à renúncia de receita. Isto afetou diretamente a aceitação do título pelos investidores, pois permitiu o pagamento de melhores taxas de retornos se comparadas à títulos públicos tradicionais.

Quanto ao incentivo à formação de *funding* para financiamento de longo prazo, além da destinação obrigatória para a infraestrutura dos recursos adquiridos, medidas implementadas pela Lei Federal nº 12.431/2011, tais como remuneração predefinida em lei, vedada a pactuação de juros pós fixados, prazo médio de 4 anos, proibição de resgate, vedação à retrovenda, período mínimo legal para pagamento de rendimento e negociação em mercado de valores mobiliários, tiveram o condão de, ao menos, estimular este tipo de financiamento, como se pode observar no maior prazo de vencimento e na destinação dos recursos em relação às debêntures simples.

A debênture de infraestrutura (artigo 2º) instituiu também a obrigatoriedade de emissão por Sociedade de Propósito Específico (SPE), constituída sob a forma de sociedade por ações, ligada aos projetos de interesses do governo federal. Estes regramentos foram importantes para isolar o capital dos investidores de eventuais riscos de não pagamento e inserir os projetos aprovados em um contexto de planejamento estratégico econômico.

Além do estabelecimento da concessão de isenções fiscais e de exigências para o financiamento de longo prazo, outras alterações na Lei nº 6.404/76 visaram a melhor inserção das debêntures de infraestrutura no mercado de valores mobiliários por meio do estímulo à sua emissão pelas companhias.

A abertura da possibilidade de a companhia resgatar parcialmente debêntures, quando elas estiverem cotadas a preço inferior ao nominal, em mercado organizado de valores mobiliários, abrangendo não apenas a bolsa, mas também o mercado de balcão, adequou-se melhor à natureza do instrumento financeiro. Também a permissão de compra pela própria emitente em valor superior ao nominal, desde que observadas as regras da CVM, permitiu à companhia lidar melhor com seu endividamento, o que estimula a decisão em relação à emissão ou não de debêntures para capitalização.

Internamente à empresa, a ampliação do papel do conselho de administração para facilitar a aprovação da emissão de debêntures, além de diminuir entraves, estimulou a formação de um mercado secundário mais dinâmico.

A permissão da emissão concomitante de debêntures incitou o próprio mercado avaliar os riscos de que emissora o inflasse com títulos que não foram bem recebidos, ante

a maior transparência e informações que os investidores dispõem

Acrescenta-se, também que a revogação dos limites de emissão ao capital social foi importante por permitir que a própria companhia avalie o quanto se endividará, sendo que o mercado, dispondo dos atuais mecanismos de informação, também avaliará o risco de adquirir os títulos emitidos, podendo os rejeitar em caso de emissão muito acima do patrimônio. Inclusive, o parâmetro de endividamento é quase ilimitado, representando as debêntures muito pouco do montante. O capital social também já não refletia o valor efetivo do patrimônio da companhia. Cite-se o exemplo do *project finance*, que adota diversas fontes de recursos.

Quanto ao desenvolvimento do mercado em relação aos investidores, as mudanças trazidas pela Lei Federal nº 12.431/2011 tornaram as debêntures uma boa alternativa na diversificação de portfólios, já que estes títulos tendem a pagar melhores taxas de retornos se comparadas aos títulos públicos tradicionais. A determinação do procedimento de rateio para o caso de amortizações também atribuiu maior igualdade entre os debenturistas.

De uma maneira geral, pode-se dizer que as medidas trazidas pela Lei Federal nº 12.431/2011 permitiram às debêntures atrair e fazer circular capital para a infraestrutura, posto que estabeleceram modificações nos regimes jurídicos das debêntures simples que resolveram alguns problemas antigos trazidos pela Lei nº 6.404/76.

Além disto, as mudanças buscaram estimular a criação de um mercado de títulos de dívida privada para financiamento de longo prazo, pois foram elaboradas em quadro geral para formação deste *funding*, como a obrigatoriedade de criação de uma SPE para emissão ou obrigatoriedade de destinação dos recursos a projetos previamente elaborados pelo governo federal dentro de um contexto de planejamento econômico. O fato de as emissões ainda não atingirem patamar adequado à formação deste mercado quando comparado ao financiamento público, não retira o mérito das medidas.

Concorda-se com Daniel Wajnberg quando ele afirma que a quantidade de R\$ 19,63 bilhões de emissões de debêntures de infraestrutura, considerada baixa ante o valor do dispêndio no financiamento, é mais reflexo dos fatores extrínsecos e do curto período de existência do que de fatores intrínsecos das emissões.³³⁰ O período de turbulência no cenários doméstico e externo parece ter sido decisivo. Além disso, caso sejam observadas as emissões no período a partir de 2017, pode-se ver que elas aumentaram sensivelmente devido à algumas mudanças no cenário macroeconômico, como a diminuição dos juros,

³³⁰ Cf. WAJNBERG, D., Ob, cit., pp. 373-374.

especialmente em 2018.

Contudo, dois problemas relevantes em relação às características intrínsecas das debêntures de infraestrutura não foram resolvidos pela Lei Federal nº 12.431/2011: o fato de o volume das emissões terem sido realizadas por grandes empresas de capital aberto e não por empresas menores e com capital fechado, bem como o problema da assimetria de interesses dos investidores, representados pelos debenturistas, e dos administradores da empresa emissora. Este último fator, inclusive, poderia ter sido resolvido por meio desta regulação ou por meio de mecanismos de governança corporativa ligados, antes, ao caráter autorregulatório. Tal fato não deslegitima o uso das debêntures, caso elas ajudem a resolver parcialmente o problema coletivo do financiamento de longo prazo da infraestrutura.

9.4 ATUAÇÃO DO BNDES E DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016

O *funding* nacional de financiamento de infraestrutura envolve diversos agentes, fontes e tipos de financiamento. O Estado brasileiro, todavia, continua a ser o principal financiador, seja diretamente ou por meio da sua administração indireta, como bancos de desenvolvimento, estatais ou fundos de pensão, distribuindo fundos públicos entre os agentes do mercado.

Outras fontes seriam os recursos das próprias das empresas, que reinvestem partes do seu lucro ou se capitalizam externamente, por meio do mercado acionário ou adquirindo empréstimos bancários, por exemplo, e as debêntures, simples ou incentivadas.

Apesar do relativo aumento na emissão de debêntures de infraestrutura, o volume alcançado ainda é muito inferior ao despendido pelo BNDES, um dos principais financiadores da infraestrutura nacional.

Conforme anteriormente asseverado, entre 2012 e 2014, o investimento do BNDES aumentou até atingir um pico de 54 bilhões de reais, decaindo a partir de então e chegando a 20 bilhões de reais em 2016. Comparando-se, especificamente em relação as debêntures de infraestrutura, o financiamento por meio do BNDES variou de 55% a 54,3% do total entre 2012 e 2016, enquanto que o financiamento utilizando as debêntures de infraestrutura variou entre 3%, passando por 9% e chegando a 5% no mesmo período. Muito pouco para que o mercado de capitais se transforme no fiador da infraestrutura nacional.

Cabe notar ainda que, dentro dos recursos dispendidos pelo banco em projetos de infraestrutura, uma parte se dirige ao próprio mercado de capitais por meio da emissão de debêntures ou pela diluição de riscos com cláusulas de vencimento cruzado com as debêntures emitidas em projetos de infraestrutura, ou seja, há distribuição de fundo público mesmo quando o título emitido é privado.

E tais dispêndios não são poucos. Conforme já discorrido nesta pesquisa e apenas para efeitos comparativos, no ano de 2016 foram emitidas debêntures de infraestrutura no montante de R\$ 4,5 bilhões, enquanto que a participação do BNDES no mercado de capitais girou em torno de R\$ 1,7 bilhões, ou seja, quase um terço em relação aos títulos privados.

A participação do banco no quesito setorial foi exatamente igual ao das debêntures de infraestrutura, ou seja, nos setores de Transporte Terrestre e de Eletricidade e Gás, o que também sugere complementariedade entre o financiamento público e o financiamento misto proporcionado pelos valores mobiliários durante os anos de 2011 e 2016.

9.5 CAPITAL ESTRANGEIRO E DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA DURANTE O PERÍODO DE 2011 E 2016

A Lei Federal nº 12.431/2011 estabeleceu para o investidor residente no exterior a alíquota do Imposto de Renda (IR) em zero, seja ele pessoa física ou jurídica. Desta forma, um dos intentos desta lei foi atrair capital estrangeiro para compor o financiamento de longo prazo da infraestrutura nacional.

Apesar da presente tese tratar especificamente das debêntures de infraestrutura (Art. 2º) e não das debêntures de investimento (Art. 1º), onde está a isenção para residentes no exterior, cabe realizar uma análise do comportamento do investidor estrangeiro em relação a tais valores mobiliários, já que a primeira engloba a segunda.

Os resultados em relação aos investidores estrangeiros foram pífios. A Lei Federal nº 12.431/2011 não conseguiu atrair capital estrangeiro por meio das debêntures de infraestrutura. As emissões alvo do Artigo 1º (projetos de investimento) tiveram uma média extremamente baixa, apenas 1,5%, sendo zerada no ano de 2016 e no de 2017, gerando um total de R\$ 6 bilhões durante todo o período de 2011 e 2016.³³¹

³³¹ Cf. ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Ob, cit.

Conforme afirmado, uma das causas possíveis para tanto seria a exigência por parte dos investidores estrangeiros por juros maiores, principalmente devido ao risco cambial, além dos outros riscos macroeconômicos.

Quanto ao risco cambial, um dos problemas que se pode levantar é a recusa das instituições financeiras em oferecer *swap* cambial de longa duração, como seria o caso das debêntures de infraestrutura. Sem a redução do risco por tal método o investidor ficaria sujeito à grande volatilidade da moeda brasileira. Todavia, como o mercado doméstico ainda não apresenta uma demanda adequada, uma solução que está sendo aventada pelo governo brasileiro é a oferta de um novo seguro que poderá ser contratado pelo emissor das debêntures e com validade até o vencimento dos papéis.³³² Tal seguro utilizaria os recursos do Fundo Garantidor de Infraestrutura, ou seja, mais distribuição de fundo público.

Enquanto tal risco não for equalizado, o financiamento de longo prazo no Brasil por meio da absorção de investimentos externos via debênture de infraestrutura poderá restar inviável. Outros fatores externos a estes títulos, conforme já visto, como as taxas de juros, também influenciam o desempenho deste título, mas o cambial é extremamente relevante em relação aos investidores estrangeiros.

Todavia, uma crítica deve ser realizada. Se um dos principais problemas a serem enfrentados para o financiamento de longo prazo no Brasil é a falta de um núcleo endógeno de financiamento público e privado nacional capaz de articular o sistema sem passar pelo endividamento externo, talvez a atração de recursos estrangeiros via debêntures de infraestrutura seja uma estratégia equivocada por levar ao endividamento das empresas emissoras com a distribuição de fundo público via isenções ou participação do BNDES. E, ainda, com a ideia de mitigar o risco cambial por meio da utilização de mais fundo público (Fundo Garantidor de Infraestrutura). Se o pressuposto é fugir do endividamento externo para o financiamento da infraestrutura interna, a Lei Federal nº 12.431/2011 incentivou exatamente o oposto e, mesmo assim, sem sucesso.

As instituições públicas e privadas envolvidas no financiamento de infraestrutura não foram capazes de garantir endogenamente a intermediação financeira do potencial de poupança externa por meio deste instrumento jurídico. Pelo contrário, a articulação entre o capital e o financiamento público, pela distribuição de fundo público, ou privado, pelo endividamento das empresas, algumas com capital público, por meio das debêntures de

³³² Cf. RITNER, D. Ob, cit.

infraestrutura, tende a causar mais endividamento interno do setor público, que serve de lastro ao endividamento externo das empresas emissoras.

9.6 DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA E DEBÊNTURES SIMPLES DURANTE O PERÍODO DE 2011 E 2016

Além de ser direcionada, principalmente, ao investidor estrangeiro e à pessoa física residente, o tratamento fiscal incentivado dado às debêntures de infraestrutura é o elemento mais relevante a ser considerado para uma análise sob a perspectiva do Direito Econômico e do Direito Financeiro. A Lei Federal nº 12.431/2011 instituiu um tipo de isenção fiscal ligada a um valor mobiliário para fomentar tanto o investimento em infraestrutura e PD&I como o próprio mercado de capitais, incentivando sua demanda.

A importância da isenção pode ser verificada quando são comparados os volumes de emissão de debêntures simples e de debêntures de infraestrutura. Poder-se-ia também efetuar a comparação entre o quanto deixou a União de arrecadar com a isenção e o próprio volume emitido de debêntures incentivadas. Entretanto, esta comparação implicaria pouca utilidade, pois, se o objetivo da lei também era incentivar o mercado de capitais e a isenção ou diferenciação de alíquotas é utilizada em outros instrumentos jurídicos, a comparação apenas se prestaria a dimensionar determinada perda de receita, não a verificar a efetividade de atração de recursos para a formação de *funding* de financiamento de longo prazo.

Em 2012, de um total de aproximadamente R\$ 90 bilhões de debêntures emitidas, apenas 1,25% eram representadas pelas debêntures incentivadas. Este percentual saltou para 5,67% de um total de R\$ 70 bilhões no ano seguinte. Em 2014, novo aumento para 6,73% de R\$ 75 bilhões, aumento que se repetiu em 2015 para 7,26% de R\$ 65 bilhões de debêntures emitidas. Por fim, este último percentual se manteve em 2016 para um total de R\$ 60 bilhões.

O que se pode notar destes dados é que houve uma evolução de quase 600% entre os anos de 2012 e 2016 na emissão de debêntures incentivadas, o que, apesar de não ser muito representativo quando comparado ao total de debêntures emitidas, indica um potencial de crescimento constante, chegando a praticamente 10% do total em 2017 e a 16,9% em 2018. Isto leva também à conclusão que as emissões de debêntures não incentivadas, pelo contrário, apresentaram decréscimo.

À vista disso, pode-se afirmar que a isenção concedida pela Lei Federal nº

12.431/2011 tornou a debênture mais atrativa de certa forma ou, ao menos, proporcionou diversificação de portfólio aos investidores, deslocando capital para o financiamento da infraestrutura. Ademais, outros fatores indicam que a debênture de infraestrutura se tornou mais atrativa que a debêntures simples: o fato de, em 2016, 39,7% dos títulos terem sido adquiridos por investidores pessoas físicas, principalmente domésticos, e a redução do *spread* sobre os títulos públicos.

A questão que deve ser colocada é se a isenção concedida, distribuição de fundo público, incentiva ou não a formação de um núcleo endógeno de financiamento público e privado nacional capaz de articular o sistema sem passar pelo endividamento externo, em comparação com as debêntures simples, que não utilizam este fundo público e constituem financiamento eminentemente privado. Quanto a esta problemática, pode-se apontar que, se a distribuição de fundo público via isenção de IR não conseguiu sozinha articular totalmente este sistema, ao menos incentivou a demanda por este valor mobiliário voltado para a infraestrutura, dada a quantidade de pessoas físicas investidoras, que ainda é baixo, mas tende a crescer, e pela participação de investidores institucionais. Isto comprova o deslocamento de um capital que, talvez, não fosse investido em infraestrutura. Ou seja, a distribuição de fundo público via isenção incentivou essa mudança, contribuindo para a formação de *funding* para financiamento de longo prazo.

9.7 PROJETOS AUTORIZADOS E A DISTRIBUIÇÃO SETORIAL DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA DENTRO DE UMA POLÍTICA ECONÔMICA VOLTADA AO SUBDESENVOLVIMENTO

A superação do subdesenvolvimento em países situados na periferia do sistema capitalista internacional hierarquizado demanda uma efetiva atuação estatal, já que o próprio subdesenvolvimento, como já mencionado, deve ser considerado não como uma etapa, mas como parte de um processo histórico autônomo e funcional ao sistema capitalista.

E é o Estado que deve atuar por meio de uma política econômica expressa no Direito Econômico no sentido de realizar reformas estruturais em direção à superação do subdesenvolvimento, objetivo que lhe é imposto pela própria Constituição Federal. Esta atuação ocorre, por sua vez, pela elaboração de um planejamento econômico, que coordene decisões dos agentes de modo a superar obstáculos estruturais, tais como a estrutura

Administrativa formalista em excesso ou a redução do planejamento do orçamento.³³³

Em outras palavras, no presente caso, deve haver planejamento estatal em relação ao *funding* para o financiamento de longo prazo da infraestrutura nacional. E foi o que a Lei Federal nº 12.431/2011 tentou fazer ao vincular a caracterização de uma debênture como incentivada à aprovação do seu projeto de infraestrutura como prioritário pelo Ministério a qual a emissora está vinculada, apresentando as características determinadas pela lei. Todavia, não há expressa determinação de que estes ministérios devam seguir o planejamento de uma política para infraestrutura.

O Dec. nº 7.603, de 9/11/11, que regulamentou as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura durante os anos de 2011 e 2016, não trouxe qualquer obrigatoriedade de vinculação desta aprovação a um planejamento amplo de desenvolvimento de infraestrutura. Apenas trouxe algumas poucas exigências e elencou as seguintes áreas como prioritárias: Logística e Transporte, Mobilidade Urbana, Energia, Telecomunicações, Radiodifusão, Saneamento Básico e Irrigação.

Posteriormente, o Decreto nº 8.874, de 11/10/16, que revogou o Dec. nº 7.603, de 9/11/11, tentou conectar a aprovação dos projetos aos processos de concessão, permissão, arrendamento, autorização ou parceria público-privada ao Programa de Parcerias de Investimentos – PPI (Lei nº 13.334/2016) ou a outro programa de desenvolvimento. Com isto, até se tentou uma vinculação a uma política pública que abarcasse diversos setores, a qual, entretanto, não foi integrada a um planejamento ligado a uma política desenvolvimentista para o setor de infraestrutura que enfrentasse os obstáculos estruturais.

Para além disso, o decreto em comento ainda abre margem de discricionariedade para a aprovação pelo Ministério setorial responsável, mesmo não havendo tal conexão. Inclusive, cada Ministério ficou responsável por editar uma Portaria para regulamentar o processo de aprovação, que resultará, ao final, em outra portaria conferindo o status de prioritário ao projeto.

O que se pode depreender é a ampla discricionariedade que se atribuiu ao ato de aprovação do projeto pelo Ministério correspondente. Conforme anteriormente afirmado, não há exigências diretas de motivação do ato, nem sua vinculação a determinado programa de planejamento. Além do mais, não foi encontrada qualquer metodologia de avaliação para a política pública do setor, o que é essencial para o próprio desenvolvimento

³³³ BERCOVICI, G. **Constituição Econômica e Desenvolvimento: uma leitura a partir da Constituição de 1988**. São Paulo: Malheiros, 2005.

desta.³³⁴

Pode-se questionar se uma diminuição deste poder discricionário não engessaria o processo de aprovação do projeto, gerando uma maior lentidão, dado que maiores requisitos deveriam ser preenchidos. Isto seria verdade, caso houvesse, ao menos, uma conexão dos setores estratégicos a um programa mais nítido de desenvolvimento nacional.

Como resultado desta discricionariedade, pelo contrário, houve enorme desequilíbrio entre os setores elencados como prioritários na aprovação de projetos. Não que a quantidade de emissoras com interesse em emitir debêntures de infraestrutura sejam iguais em cada setor, sendo que cada um possui suas demandas e especificidades, todavia, a diferença é ampla.

Entre os anos de 2011 e 2016 a gigantesca maioria dos projetos foi aprovada pelo Ministério de Minas e Energia - MME (86,7% do total), seguido pelo Ministério dos Transportes – MT (8,5% do total). O Ministério das Cidades (2% do total), o Ministério das Comunicações (1,4% do total), a Secretaria de Aviação Civil (0,8% do total) e a Secretaria dos Portos (0,6% do total) apresentaram desempenho muito abaixo de um planejamento equilibrado.

Interessante notar que, no setor de energia, empresas como a Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS, Santo Antônio Energia S.A. e Usina Termelétrica Pampa Sul S.A., e, no setor de transporte, empresas como a Vale S/A, a Concessionária Auto Raposo Tavares S/A, Concessionária do Sistema Anhanguera - Bandeirantes S.A. – AutoBan e a Concessionária Rodovias do Tietê S/A, foram as grandes emissoras de debêntures incentivadas aprovadas como prioritárias, muitas com acionistas oriundos do capital internacional, de grandes empresas nacionais, principalmente construtoras, e de fundos de pensão das estatais.

Desta forma, a Lei Federal nº 12.431/2011, apesar de condicionar a aprovação de uma debênture como incentivada à aprovação de projetos considerados prioritários pelo governo, não fez parte de um planejamento estatal em relação ao *funding* para o financiamento de longo prazo da infraestrutura nacional. Além disto, a lei pecou por permitir ampla discricionariedade à tal aprovação pelo Ministério setorial correspondente, o que afetou a funcionalidade na seleção de projetos ligados à infraestrutura, levando-se a um desequilíbrio na aprovação de projetos entre os setores elencados como prioritários.

³³⁴ MONTE SILVA, L.; VILAR GUIMARÃES, P. B. Law and Innovation Policies: an analysis of the mismatch between innovation public policies and their results in Brazil. **Law and Development Review**, 9(1), 2016, pp. 95-151.

Enfim, a política econômica para realização de reformas estruturais em direção à superação do subdesenvolvimento não foi alcançada diretamente, já que inexistiu um planejamento econômico para coordenar as decisões dos agentes de modo a superar obstáculos estruturais. A Lei Federal nº 12.431/2011 permitiu apenas o deslocamento de capital a alguns setores de infraestrutura, o que também não deslegitima o seu uso em um contexto posterior de amplo planejamento. Pelo contrário, permitindo isto, ela cumpriu a função de criar um novo instrumento jurídico capaz de atrair capital para compor *funding* de financiamento de longo prazo.

9.8 ASPECTO MACROJURÍDICO DO *FUNDING* PARA FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO POR MEIO DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016

A perspectiva macrojurídica da regulação da atividade econômica, como dito, trata dos interesses agregados do processo de reprodução do capital. Desta forma, o Direito Econômico abarca toda a atividade econômica como objeto de regulação, não apenas o sujeito de direito individualmente considerado que dela participa. Adota-se a dimensão integradora dos ciclos de capital monetário, produtivo e mercadoria, cada qual com singularidades no desenvolvimento da sua atividade de reprodução, em que o Estado sustenta o processo de valorização do capital e o Direito Econômico articula a relação entre esses ciclos. Transpõe-se a análise da organização jurídica de uma unidade produtiva de valor para a análise da articulação de uma cadeia produtiva de valor.

Ainda, segundo João Bosco Leopoldino Fonseca, a perspectiva macrojurídica é inerente ao próprio Direito Econômico, já que este está atrelado à perspectiva macroeconômica. Nela, os agentes encarregados pela política econômica, incluído o Estado, enfocam o alcance coletivo das medidas de política econômica. Isto porque as normas jurídicas positivadas que compõem esta, sob essa visão sistêmica, têm como objetivo principal o direcionamento da macroeconomia por meio de decisões que estabelecem regras, a partir dos fenômenos e processos econômicos agregados, transcendendo os limites do interesse individual e adquirindo um caráter coletivo.³³⁵

O crédito, sob um enfoque macrojurídico, envolve o próprio conceito de infraestrutura, pois se refere a um sistema que se preocupa com as fontes e distribuições de

³³⁵ FONSECA, João Bosco Leopoldino da. **Direito Econômico**. 5a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

recursos em determinada sociedade.

Assim, para ser efetuada uma análise do papel do Direito no financiamento da infraestrutura no longo prazo, especialmente do direito positivo expresso em políticas econômicas, faz-se necessária uma abordagem funcional ligada ao processo de acumulação de capital para a formação bruta de capital fixo, o que pressupõe ir além de análises individuais dos agentes econômicos. A atividade econômica deve ser considerada de modo sistêmico, articulando-se as estruturas financeiras, como os mercados e instituições de crédito, a estrutura da acumulação em si mesma, expressa no capital produtivo, e os recursos que compõem o capital que será colocado à disposição dos tomadores de crédito, também entendido como capital mercadoria. Como tais estruturas possuem diferentes temporalidades, o Direito tem o papel de criar condições de ajuste e estabilização entre elas, o que demanda uma compreensão macrojurídica ligada à discussão política do papel do Estado no processo de reprodução do capital.

Enfrentar esses problemas em direção à estabilização do processo de acumulação, principalmente em longo prazo, exige uma capacidade exógena a todo processo (pois tal capacidade não é endógena, o mercado não se faz por si mesmo), que reponha periodicamente as condições para a reprodução de capital em diversas formas e temporalidades. Esta forma exógena, exatamente, é a representada pelo Estado e pelos instrumentos jurídicos, como as debêntures de infraestrutura.

Desta forma, a análise da estrutura global de financiamento do projeto de infraestrutura ou *project finance* por meio das debêntures de infraestrutura entre os anos de 2011 e 2016 envolve o desenvolvimento desta perspectiva macrojurídica. Ela é imprescindível para se responder questões como a função deste instrumento jurídico na construção do mercado de dívida privada de financiamento de longo prazo ou para se perquirir quem ainda é o protagonista deste mercado. Sua inserção no modelo de *funding* adotado teria feito com que este protagonista adquirisse maior centralização ou descentralização do mercado, quer dizer, a responsabilidade pelo financiamento foi desviada em direção aos agentes privados ou o Estado ainda se faz o agente principal com a mesma relevância? Além disto, somente por uma perspectiva macrojurídica se pode verificar se as externalidades buscadas pelo arranjo criado pela Lei Federal nº 12.431/2011 foram atingidas. Elas foram alcançadas pela política econômica adotada ou apenas serviu como nova fonte de renda? Seriam relevantes?

Um primeiro ponto a ser abordado em relação à atividade econômica, à luz de uma visão sistêmica, seria o modo de articulação das estruturas financeiras na composição

do *funding* de financiamento de logo prazo por meio das debêntures de infraestrutura. Ou seja, como foram articulados os agentes econômicos e as instituições de crédito neste arranjo complexo.

Como visto, este *funding* tem natureza mista no Brasil, envolvendo tanto recursos públicos quanto privados. Há financiamento público, com distribuição de fundo público, já que a atividade financeira estatal se volta à alocação de recursos orçamentários por meio da isenção de imposto de renda concedido às debêntures de infraestrutura, além da atuação do BNDES, como subscritor de debêntures ou como garantidor das emissões realizadas por empresas de capital brasileiro. Ainda, há tal distribuição quando as empresas emissoras possuem capital estatal direto ou indireto por meio de fundos de pensão. Por outro lado, há financiamento privado quando da emissão e comercialização das debêntures de infraestrutura, onde a atividade financeira estatal se restringe antes à regulação do crédito e do instrumento em si. Consequentemente, a articulação neste arranjo complexo envolve, principalmente, agentes públicos e agentes privados sob um aspecto subjetivo da atividade estatal em relação ao crédito.

No caso do financiamento público, seria o próprio ente político que efetua a regulação do setor de crédito e que concede isenções, no caso, a União, os bancos públicos, como o BNDES, e as empresas estatais.

Pelo lado do financiamento privado, a empresa emissora (Sociedade de Propósito Específico-SPE ou concessionária, permissionária, autorizatória ou arrendatária de serviço) e o debenturista (investidores institucionais, tais como grandes bancos, fundos de pensão e seguradoras, os investidores estrangeiros e os investidores individuais) são os agentes principais, ressaltando-se, apenas, que, dentro das pessoas jurídicas, apesar de ser a assembleia geral de acionistas ou o conselho de administração responsáveis por tomar as decisões de investimento, é a própria pessoa jurídica que deve ser considerada como agente integrante. Também possui papel relevante a instituição financeira intermediária, que atua como coordenador líder da emissão. Não serão considerados agentes que atuam indiretamente nesta estrutura, como a CVM ou o agente fiduciário, pois eles possuem participação secundária.

O modo de articulação destes agentes na composição do *funding* de financiamento de logo prazo por meio das debêntures de infraestrutura ocorre mediante o Estado através de sua própria atividade financeira. É o Estado que sustenta o processo de valorização do capital neste arranjo mediante articulação dos instrumentos jurídicos fornecidos pelo Direito Econômico. Direcionando-se o crédito oriundo do mercado de capitais, constitui-

se um negócio “de crédito” de *project finance* por meio das debêntures de infraestrutura, criando uma alternativa ao próprio financiamento de longo prazo com outros instrumentos jurídicos, ou seja, gerando um mercado para tanto.

Respalda-se que o negócio “de crédito” criado com a Lei Federal nº 12.431/2011 levou em consideração peculiaridades do Estado brasileiro, como a proeminência da ação estatal e a influência de grupos dominantes no financiamento da infraestrutura, o que pode ser observado pela relevância da atuação do BNDES e pelas empresas emissoras no período analisado.

O segundo ponto que deve ser tratado é a estrutura de acumulação expressa no capital produtivo no *funding* de financiamento de longo prazo por meio das debêntures de infraestrutura, especialmente no que se refere ao tempo de rotação para extração da mais-valia. Entretanto, esta relevante particularidade envolveria outras discussões com pressupostos teóricos que não são utilizados diretamente nesta tese, como a perspectiva estritamente marxista. Aprofundar isto resultaria em conclusões pobres e desarticuladas com o restante dos pontos já levantados e discutidos. Aqui, trata-se de uma abordagem mais ampla da perspectiva macrojurídica.

O mesmo ocorre com a descrição de como foi articulada a cadeia produtiva em relação à integração dos ciclos de capital monetário, produtivo e mercadoria. Exigir-se-ia uma verticalização que esta tese não comporta. Inclusive, porque a “mercadoria” entregue pelo financiamento por meio das debêntures seria a própria infraestrutura, ou seja, a infraestrutura física realmente apresentada após o período de 2011 e 2016, o que exigiria a verificação *in loco* de cada projeto ligado a cada emissão. Pode-se apenas afirmar que o Estado sustentou o processo de valorização do capital nesta integração com o Direito Econômico articulando a relação entre esses ciclos, conforme já justificado anteriormente.

O terceiro ponto está relacionado aos recursos que compuseram o capital que foi colocado aos tomadores finais de crédito por meio do arranjo jurídico, o que também implica afirmar a taxa de juros utilizada.

Difícilmente se poderia afirmar exatamente de onde vieram os recursos para cada emissão de debênture ligada a cada projeto de infraestrutura. O que se pode fazer é, a partir dos dados apresentados no Capítulo 7, verificar quais foram os principais investidores que compraram as debêntures ofertadas, ou seja, os debenturistas fornecedores de crédito, e, a partir daí, conjecturar a origem dos recursos dentro do espectro da forma jurídica do *project finance*.

Pelo lado do financiamento público, tem-se a origem orçamentária do fundo por

meio da isenção, concedida pela União, a origem do BNDES, que, inclusive, recebe repasses do Tesouro Nacional para realizar seus investimentos, e a origem em empresas estatais. A composição deste capital no financiamento da infraestrutura é muito mais relevante do que o capital privado. Conforme já visto, especificamente em relação à infraestrutura, o financiamento por meio do BNDES variou de 55% a 54,3% do total entre 2012 e 2016, enquanto que o financiamento utilizando as debêntures de infraestrutura variou entre 3%, passando por 9% e chegando a 5% no mesmo período. Isto sem se falar nas isenções orçamentárias.

Pelo lado do financiamento privado, primeiramente, pode-se afirmar que a origem dos recursos é de pessoas jurídicas e físicas nacionais. Os resultados em relação ao investidor estrangeiro foram quase inexistentes. A Lei Federal nº 12.431/2011 não conseguiu atrair capital estrangeiro por meio das debêntures de infraestrutura pelos motivos já expostos.

Dentro das pessoas físicas e jurídicas nacionais, em 2016, 39,7% dos títulos foram adquiridos por investidores pessoas físicas e 36% das debêntures de infraestrutura foram parar nas mãos de investidores institucionais, como instituições financeiras, companhias de seguro e as entidades abertas ou fechadas de previdência complementar, bem como os fundos de investimento. Ressalte-se que os Regimes Próprios de Previdência Complementar (RPPC) instituídos pela União. Fundos de investimentos e bancos também realizam grandes aportes, muitas vezes repassando de forma indireta para seus clientes, o que pode afetar a análise da distribuição a pessoas físicas. Estas instituições normalmente são grandes bancos de investimentos, gestoras de recursos (*assets*) ou escritórios especializados em gestão de patrimônio de grandes investidores (*wealth management and family offices*). Assim, a fonte dos recursos privados está nas riquezas pessoal e corporativa, esta última, principalmente, ligada aos fundos de pensão.

Quanto à taxa de juros utilizada, conforme já foi visto, as debêntures de infraestrutura apresentaram um bom *spread* em relação aos títulos públicos, comprovando boa aceitação, apesar de ainda não possuírem o mesmo baixo risco que os títulos da dívida pública. Inclusive, o bom *spread* foi obtido exatamente pela participação do fundo público, que concedeu isenção, tornando o título mais atrativo que outros da mesma natureza, e compartilhou riscos. Apenas lembrando que a formação dos preços dos títulos também sofre influência dos fatores que lhes são extrínsecos no momento da emissão, ou seja, a precificação não depende apenas das características intrínsecas dos títulos.

Nesta questão dos juros, cabe uma observação. Dentro de uma visão

macrojurídica menos ampla, os juros pagos pelas empresas e apropriados pelos investidores, pode ser considerado fruto de um papel político do Estado quando da regulação das debêntures de infraestrutura, ou seja, existe uma questão política acerca do papel do Estado neste processo de reprodução do capital. Todavia, este debate foge ao escopo desta tese, já que envolveria um aprofundamento do próprio conceito de Estado, frações de classe ligadas à parte do aparato estatal e de uma visão marxista de apropriação da mais-valia neste processo.

Um quarto tema está ligado à ideia da debênture de infraestrutura, inserida no ordenamento jurídico pela Lei Federal nº 12.431/2011, dentro do arranjo de financiamento de longo prazo, ter criado condições de ajuste e estabilização entre os agentes econômicos, as instituições de crédito e os recursos que compuseram o capital que foi colocado aos tomadores de crédito, ou seja, se a formação jurídica do *funding*, combinada por diversos instrumentos como a debêntures de infraestrutura, foi orientada para a estabilização do projeto no longo prazo.

Neste ponto, cabe argumentar que não existe a possibilidade de demonstrar a própria estabilização como efeito da inserção da debênture. A estabilização é um pressuposto, e não efeito, da própria criação da debênture de infraestrutura dentro deste arranjo jurídico complexo criado pela Lei Federal nº 12.431/2011.

Portanto, a estabilização pretendida foi alcançada, já que houve a necessidade de utilização de uma norma jurídica para a formação do *funding* e constituição de um negócio jurídico “de crédito” para o financiamento de longo prazo, ou seja, para criação de mercado de crédito para financiamento de infraestrutura com participação de capital privado. Além disto, toda concepção da formação jurídica do *funding* foi exatamente orientada para a estabilização do projeto no longo prazo.

Ainda acerca do assunto, apesar de não ser verificável se houve a conexão da estabilização dos processos de reprodução da acumulação de capital e a atividade financeira do Estado, por meio da reconexão entre o Direito Econômico e o Direito Financeiro, pode-se afirmar, ao menos, que esta última ocorreu. Ela pode ser considerada como um pressuposto da norma instituidora das debêntures de infraestrutura, já que a dívida pública suporta o crédito para o financiamento de longo prazo da infraestrutura mediante isenções fiscais e distribuição de fundo público via BNDES.

A quinta questão se refere ao modo como o Direito Econômico, por meio da dogmática jurídica, estruturou macrojuridicamente a alocação dos riscos e garantias envolvidos no projeto de infraestrutura, o que também engloba a estrutura societária a

unidade executora, além das fontes dos recursos dos créditos. Ou seja, diz respeito à gestão pública da incerteza do sistema capitalista pelo Estado, independentemente do exercício de previsão individual da atitude de cada participante da composição do *funding*.

Antes de adentrar à questão, deve ser dito que o Direito Econômico e a dogmática jurídica, em si, não são a estruturação própria do *funding*. A estruturação do *funding* é um fenômeno jurídico lido pela dogmática e pelo Direito Econômico. Em relação à alocação dos riscos e garantias envolvidos em cada projeto de infraestrutura, a abordagem será genérica, uma vez que cada projeto possui características próprias que deveriam ser analisadas caso a caso.

Pois bem, a debênture está dentro de uma estrutura global do projeto de infraestrutura, também chamada de *project finance*. Este representaria a captação de recursos de financiamento, na qual o capital investido é economicamente separável e onde os provedores consideram o fluxo de caixa gerado pelo projeto como fonte primária de recursos formadores do retorno do capital investido.³³⁶ A escolha por esta forma de financiamento, por si mesma, já funciona como uma forma de diminuição de riscos para o investidor.

Quanto à mitigação de riscos propriamente dita, segundo Daniel Wajnberg, destacam-se mecanismos que redistribuem o impacto das variáveis e criam maior previsibilidade e estabilidade ao fluxo de caixa, tais como a própria estrutura contratual (*take-or pay* no caso de compra e venda de energia ou de engenharia, procuração e construção), pacotes de seguros desenvolvidos especificamente para determinados riscos (como os de engenharia, os *performance bonds* ou que excluam caso fortuito ou força maior) e o desenvolvimento de derivativos financeiros (*hedges* cambiais, por exemplo).³³⁷ Como não se analisará cada projeto entre os anos de 2011 e 2016, considera-se genericamente que estes mecanismos podem ter sido ou não adotados unicamente pelo fato da escolha deste modo de financiamento.

As garantias, por sua vez, devem estar ligadas aos riscos operacionais e de construção do empreendimento. Os riscos estariam ligados às dúvidas acerca da conclusão do projeto ou, caso isto não ocorra, a quitação da dívida, à capacidade do empreendimento em gerar caixa suficiente para pagar o serviço da dívida depois de concluído ou a possibilidade deste pagamento continuar mesmo com a interrupção do projeto.

Desse modo, alguns tipos de garantias são desenhados especificamente para

³³⁶ Cf. WAJNBERG, D., Ob, cit., p. 341.

³³⁷ Cf. WAJNBERG, D., Ob, cit., p. 342.

projetos de financiamento de longo prazo, como o compromisso assumido pelos bancos, por meio de fiança, dos patrocinadores, também por meio de fiança ou *Equity Support Agreement* (ESA), e dos empreiteiros, por meio do contrato de engenharia, procuração e construção, garantindo o pagamento da dívida, mesmo sem a conclusão do projeto. Ainda restrições à retirada de recursos da SPE, principalmente para pagamento de dividendos, e a cessão dos financiadores de receitas futuras, ativos e direitos oriundos do projeto são importantes mecanismos de garantias.³³⁸ Além destas garantias, as encontradas na Lei nº 6.404/76, tais como as quirografárias e as reais, foram amplamente adotadas.

Adentrando-se especificamente nas emissões nacionais entre os anos de 2011 e 2016, conforme visto em capítulo anterior, pelo lado dos agentes privados, as garantias que acompanharam a emissão das debêntures, ou seja, que foram exigidas pelos investidores neste período e que puderam ter sido mensuradas pela pesquisa efetuada, foram, em sua enorme maioria, quirografárias ou quirografárias com garantias adicionais em detrimento das garantias reais ou com garantias reais mais garantias adicionais. Isto significa que o maior volume de emissão de debêntures de infraestrutura é ligado às empresas que se encontravam em estágio operacional, já consolidadas no mercado, ou seja, possuíam projetos na fase de construção, o que demonstra uma tendência de pouca inovação na infraestrutura. Pelo lado dos agentes públicos, a composição do *funding* conta com a participação do BNDES como compartilhador de garantias das empresas emissoras, além de, em alguns casos onde existem empresas públicas no projeto, existir a garantia soberana do Tesouro Nacional.

Genericamente, estas garantias funcionaram como atenuadoras dos riscos dentro do *project finance* pelo simples fato de terem sido definidas de acordo com a demanda verificada antes das emissões. Nos casos em que a empresa emissora participante era consolidada no mercado, as garantias exigidas eram meramente quirografárias. Nos casos em que ela era ingressante ou possuía menor patrimônio, a exigência era de garantias reais atreladas às debêntures.

De um modo amplo, a participação ativa do Estado diminuiu consideravelmente o risco envolvido em um projeto com longa duração, uma vez que, em última instância, ele era garantido soberanamente. Inclusive, isto também serviu para atenuar o elevado risco de problemas conjunturais político-econômicos evidenciados nos fatores extrínsecos que afetam as debêntures de infraestrutura, como se pôde observar na continuidade de emissão

³³⁸ Cf. WAJNBERG, D., Ob. cit., pp. 342-343.

dos títulos mesmo em um período de turbulência nos cenários doméstico e externo. Quer dizer, tais fatores afetam diretamente a quantidade de emissão, mas não a eliminam. Caso não houvesse a participação do Estado, dificilmente elas perdurariam.

Quanto à estrutura societária da unidade executora, a Lei Federal nº 12.431/2011 estabeleceu a obrigatoriedade de emissão por uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) ou por uma concessionária, permissionária, autorizatória ou arrendatária de serviço público (§1º-A) ou, ainda, a sociedade controladora destas empresas (§1º-B), todas obrigatoriamente constituídas sob a forma de sociedade por ações. Isto claramente diminui o risco para os investidores ao segregar o patrimônio, ativos e fluxo de caixa do projeto.

Dentro da forma de financiamento por meio de *project finance* outras duas características influenciam na diminuição de risco. Uma seria a autossustentabilidade econômica do projeto, quer dizer, o fluxo de caixa do empreendimento deve ser necessário para o cumprimento das obrigações da SPE, o que afeta, por conseguinte, a estipulação dos prazos de vencimento de dívida e quantidade de emissão de títulos, como no caso das debêntures. A outra seria a alocação dos riscos do projeto entre os agentes que tenham melhores condições de suportá-los de acordo com suas perspectivas, além da criação de mecanismos que os mitiguem.³³⁹

Ainda, segundo Daniel Wajnberg, fatores extrínsecos às debêntures afetam a sensibilidade do risco. Além da incerteza do momento de emissão das debêntures, que varia conforme a fase do projeto, as decisões de composição das fontes de financiamento pelos acionistas sofrem influência das taxas de juros praticadas pelo mercado, que devem estar em patamares compatíveis com as características de retorno e fluxo de caixa do projeto. Também a reestruturação dos marcos regulatórios de determinados setores, como rodovias, energia, portos e aeroportos podem definir se a emissão é juridicamente segura em determinado momento ou não.³⁴⁰

O sexto ponto, talvez um dos mais relevantes, trata do questionamento sobre se, de fato, as debêntures de infraestrutura deslocaram riqueza para o financiamento de longo prazo da infraestrutura nacional. Em outras palavras, se este instrumento jurídico alterou o mercado de crédito de financiamento de longo prazo ao mobilizar recursos privados disponíveis entres os anos de 2011 e 2016.

Em princípio, a resposta é positiva. Entre os anos de 2011 e 2016, houve períodos de crescimento e recessivos da economia, em que o investimento na formação bruta de

³³⁹ Cf. WAJNBERG, D., Ob, cit., pp. 341-342.

³⁴⁰ Cf. WAJNBERG, D., Ob, cit., p. 370.

capital fixo acompanhou tal ambiente macroeconômico, sendo positivo em alguns anos e negativo em outros. Todavia, o volume de emissão das debêntures de infraestrutura, apesar de ter aumentado ou diminuído, manteve-se sempre positivo durante o mesmo período. E, mesmo as debêntures simples que apresentaram o mesmo quadro positivo, obtiveram crescimento menor. Isto pode indicar que houve deslocamento do capital privado antes investido em outros instrumentos para as compras de debêntures de infraestrutura. Além disto, analisando-se os investidores que compraram tais valores mobiliários, verifica-se que, em sua maioria, são pessoas físicas e investidores institucionais, ou seja, a fonte dos recursos está nas riquezas pessoal e corporativa.

Poder-se-ia argumentar que a diminuição dos investimentos em infraestrutura foi ocasionada pela diminuição do investimento público direto, o que pode ser verdade. Entretanto, isto não deslegitima o raciocínio acima desenvolvido, especialmente por não justificar o motivo de agentes privados terem comprado as debêntures em um ambiente recessivo. O que se pode notar, especialmente no período de elevada aversão ao risco e redução da viabilidade de muitos projetos, é que o mercado de capitais de debêntures apresentou taxas de volume de capital alocado crescentes e consideráveis, apesar de serem bem menores do que o investimento público. O protagonismo ainda é do Estado, mas os recursos privados conseguiram aumentar sua participação no financiamento de longo prazo.

Por essa razão, este instrumento jurídico alterou o mercado de crédito de financiamento de longo prazo ao mobilizar recursos privados disponíveis entres os anos de 2011 e 2016. O Estado, tentando incrementar a expectativa de disponibilidade e, portanto, de criação de dívida e crédito, utilizou a debênture de infraestrutura para estabilizar as variações bruscas macroeconômicas, e, desta forma, incrementar o *funding* de financiamento de longo prazo. O Direito, assim, criou mercado, produziu demanda e gerou condições para esta demanda, ou seja, estimulou a oferta e a demanda por meio de incentivos diferentes entre outros produtos disponíveis para os agentes privados.

O sétimo ponto, atrelado ao anterior, diz respeito ao questionamento acerca da possibilidade das debêntures de infraestrutura, ao comporem o *funding*, funcionarem como fator endógeno do financiamento interno de longo prazo nacional. Teria sido formado um núcleo endógeno que articulasse instituições públicas e privadas para intermediar o potencial de poupança sem passar pelo endividamento externo?

Neste caso, a resposta é parcialmente positiva e parcialmente negativa. Se o arranjo jurídico foi capaz de incentivar a demanda pelas debêntures e, com isso, contribuir

para o incremento da infraestrutura ao deslocar capital privado, o que demonstra a efetividade deste instrumento jurídico neste particular, não foi desenvolvido um mercado de capitais capaz de ser responsável pelo financiamento da infraestrutura, o que é evidenciado pelo ainda protagonismo da participação do Estado, apesar de menor.

Isto significa que houve o incentivo à formação de um núcleo endógeno para financiamento de longo prazo privado, ou seja, à utilização do mercado de capitais interno para tanto, mas as instituições públicas e privadas não foram articuladas o suficiente para intermediar o potencial de poupança sem passar pelo endividamento externo. Inclusive, este ponto pode ser verificado quando se observam as características das empresas emissoras, as quais adquirem dívidas, muitas com acionistas estrangeiros, ou mesmo pelo financiamento público, onde a dívida pública suportou o crédito para o financiamento de longo prazo da infraestrutura neste arranjo jurídico.

Finalmente, um justo questionamento pode ser feito: os valores dispendidos pelo BNDES e os valores gastos com isenções fiscais de debêntures no financiamento da infraestrutura seriam a melhor forma de utilização do fundo público ou o investimento direto teria sido mais eficiente? Qual seria o custo-benefício da renúncia tributária?

Esta questão, infelizmente, fica prejudicada, pois não foram encontrados dados acerca da renúncia fiscal. E, mesmo que tais dados fossem obtidos, seria exigido um trabalho próprio sobre o assunto, já que teriam que ser analisados os impactos na infraestrutura do investimento direto em contraposição ao investimento via *funding*, composto por debêntures.

O que se pode intuir é que este custo fiscal seja muito baixo, pois sequer foi estimado devidamente pelo governo federal. Não existem nem indícios de sua projeção no orçamento. O impacto da renúncia pode ter sido muito pequeno para ser amplamente considerado em relação ao aspecto orçamentário.

Concluindo-se, segundo uma perspectiva macrojurídica da efetividade das debêntures de infraestrutura entre os anos de 2011 e 2016 na composição de *funding* para financiamento da infraestrutura, pode-se constatar que as transformações introduzidas pela Lei Federal nº 12.431/2011 na articulação deste arranjo jurídico foram capazes de incentivar a construção de um mercado de dívida privada com esta função, mesmo que complementar ao financiamento público, já que o Estado continua como maior protagonista, mas com menor participação. E, ressalte-se este último ponto. Não se está a dizer que o Estado saiu de cena ou foi substituído pela iniciativa privada no financiamento da infraestrutura. Apenas se quer dizer que reduziu sua participação por meio do dispêndio

de recursos, continuando como total protagonista nesta atividade.

As externalidades buscadas pela referida lei, tais como o incentivo ao financiamento da infraestrutura por meio do crédito privado e a formação mesmo do mercado de capitais, contudo, foram parcialmente atingidas por esta política econômica, já que não foi formado um núcleo endógeno que articulasse instituições públicas e privadas para intermediar o potencial de poupança sem passar pelo endividamento externo. Apesar de não poder ser verificado se a infraestrutura física realmente foi desenvolvida, pode-se afirmar que seu financiamento recebeu crédito privado por meio deste complexo jurídico.

Enfim, o Estado, constituindo um negócio “de crédito” e sustentando o processo de valorização do capital neste arranjo mediante a articulação de diversos instrumentos jurídicos, inclusive a debênture de infraestrutura, direcionou o crédito oriundo de recursos do mercado de capitais para o financiamento da infraestrutura, mesmo que não no volume desejado capaz de tirar o protagonismo do financiamento público, que, na realidade, é uma peculiaridade histórica do Estado brasileiro.

9.9 ASPECTO MICROJURÍDICO DO *FUNDING* PARA FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO POR MEIO DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA ENTRE OS ANOS DE 2011 E 2016

A perspectiva microjurídica do Direito Econômico está ligada às relações que se concretizam entre indivíduos, onde os instrumentos jurídicos devem ser voltados para as condições individuais de modo a possibilitar a cada participante de projetos, como os vinculados à infraestrutura ou *project finance*, calibrar sua expectativa de retorno. Em outras palavras, as normas envoltas em um arranjo complexo para o financiamento de longo prazo, vistas sob o aspecto microjurídico, são aquelas que se concretizam entre indivíduos, grupos de indivíduos ou pessoas jurídicas, cujo objetivo é a composição de interesses predominantemente privados.³⁴¹

Nela, o Direito Econômico fornece técnicas contratuais e obrigacionais que contribuem para a segurança entre o relacionamento dos diversos agentes participantes do projeto, por exemplo, com a composição de garantias de diversos matizes, que mitiguem situações de desconforto. O crédito, sob tal enfoque, diz respeito à contratação de forma individualizada, criando alternativas ao emprego de capital de forma individualizada. Aqui,

³⁴¹ FONSECA, J. B. L. **Direito Econômico**. 5a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

é relevante a natureza jurídica do instrumento escolhido para compor o *funding* de financiamento de longo prazo e como ele se relaciona às expectativas envolvidas de cada agente para que estes possam efetuar a mensuração de incertezas, efetuando a análise de quanto de garantias são necessárias para obter determinado retorno. Ou seja, o objetivo é fornecer alternativas a outras formas de ganho dentro de um arranjo complexo.

Esta visão, enfim, trata de uma atividade econômica específica, de uma unidade produtiva de valor de uso, fornecendo os instrumentos jurídicos disciplinadores das condições de acesso ao capital produtivo, de estabilização intertemporal da produção e da realização do lucro.³⁴²

No presente caso, o instrumento jurídico é a debênture de infraestrutura, a qual está dentro desta estrutura global de financiamento do projeto de infraestrutura ou *project finance*. Esta, conforme anteriormente definido, possui a forma jurídica mista, pública e privada. Assim, utilizando-se dos parâmetros desenvolvidos nos capítulos anteriores, principalmente em relação às modificações jurídicas introduzidas pela Lei Federal nº 12.431/2011 em relação à própria debênture, pode-se chegar à verificação microjurídica, no que for possível, da efetividade deste instrumento jurídico entre os anos de 2011 e 2016 dentro deste arranjo de financiamento de longo prazo.

Além de escolher a debênture para compor tal *funding* devido as características inerentes ao instrumento que o tornam propício para tanto, como sua fungibilidade e o pagamento de prestações periódicas, a mais importante alteração realizada pela Lei Federal nº 12.431/2011 nas debêntures simples foi o seu tratamento fiscal incentivado. A instituição de um tipo de isenção fiscal ligada a um valor mobiliário para fomentar tanto o investimento em infraestrutura, quanto como o próprio mercado de capitais, criou um tipo específico de fomento estatal econômico por meio de isenção. Com isto, buscou-se corrigir algumas distorções tributárias relativas às debêntures atreladas a determinadas contrapartidas, tais como os projetos serem considerados prioritários pelo ministério setorial correspondente e o arrecadado ser destinado ao projeto.

Como já tratado, as isenções variam conforme o investidor seja residente no exterior, residente doméstico, pessoa física ou jurídica. Para o investidor residente no exterior, a alíquota do Imposto de Renda (IR) é zero, seja ele pessoa física ou jurídica. Para o residente doméstico, a alíquota é zero no caso de pessoa física e de 15% no caso de pessoa jurídica. Isto cria diferentes incentivos para diferentes agentes.

³⁴² MASSONETTO, L. F. Aspectos macrojurídicos do financiamento da infraestrutura. In: BERCOVICI, G.; VALIM, R. (Coords.). **Elementos de Direito da Infraestrutura**. São Paulo: Contracorrente, 2015, p. 34.

Outras mudanças no regime jurídico geral das debêntures foram instituídos pela Lei Federal nº 12.431/11, como a necessidade de emissão por SPE ou por uma concessionária, permissionária, autorizatória ou arrendatária de serviço público, constituída sob a forma de S/A, ou a permissão da emissão concomitante de debêntures e a revogação dos limites de emissão ao capital social, conforme analisado no capítulo 4 e no capítulo 8.3.2, quando se concluiu que os fatores intrínsecos ao instrumento permitiram as debêntures atrair e fazer circular capital para a infraestrutura, já que estabeleceram modificações nos regimes jurídicos das debêntures simples que resolveram alguns problemas antigos trazidos pela Lei nº 6.404/76.

Sob a perspectiva microjurídica da efetividade deste instrumento jurídico entre os anos de 2011 e 2016 na composição de *funding* para financiamento da infraestrutura, pode-se chegar a algumas outras conclusões.

As condições de acesso ao capital produtivo dizem respeito à própria iniciativa econômica, à mobilização dos fatores de produção, aos sistemas de incentivo e regulações de acesso, o que em termos jurídicos, significa dizer que tais condições seriam normas de acesso ao próprio sistema de financiamento de longo prazo. O papel do Direito sob este viés é gerar condições para que os agentes econômicos entrem ou sejam atraídos a entrar no sistema, uma vez que a livre iniciativa, sozinha, não cria condições materiais para tanto. Sob uma perspectiva mais prática, são normas que permitem criar condições materiais para que o prestador final do serviço, no caso, a própria construção física da infraestrutura, tenha acesso ao crédito disponibilizado pelo *funding*.

Para se verificar se as debêntures de infraestrutura proporcionaram condições de acesso ao capital produtivo, desta forma, deveriam ser analisados cada emissão efetuada entre os anos de 2011 e 2016 de acordo com os tomadores do crédito, o que é inviável na presente tese, principalmente porque cada emissão proporcionou crédito à inúmeros prestadores de serviço ligados ao projeto.

Entretanto, pode-se verificar facilmente que o próprio sistema proporcionou isto, uma vez que a Lei Federal nº 12.431/2011 condicionou a aprovação de uma debênture como incentivada à aprovação de projetos considerados prioritários ligados a setores de infraestrutura e a obrigatoriedade de aplicação dos recursos obtidos nestes setores, sob pena de multa equivalente a 20% do valor captado (art. 2º, § 5).³⁴³ Além disto, como visto, a

³⁴³ §5º Ficam sujeitos à multa equivalente a 20% (vinte por cento) do valor captado na forma deste artigo não alocado no projeto de investimento, a ser aplicada pela Secretaria da Receita Federal do Brasil do Ministério da Fazenda. BRASIL. Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do

quase totalidade dos recursos empregados se relacionou com investimentos em infraestrutura, mesmo que desprovidos de inovação, em detrimento de capital de giro ou refinanciamento do passivo.

Ressalte-se, apenas, que não existe uma fiscalização efetiva pela CVM da aplicação desses recursos. As empresas podem ter alocado os recursos obtidos em parte da infraestrutura já existente, não gerando atualização e inovação. Pode-se, conforme já afirmado, ter sido declarado investimento em infraestrutura de forma meramente contábil. A constatação de tal fato, entretanto, não é factível pela simples ausência de dados ou relatórios devido à ausência de fiscalização.

A estabilização intertemporal do processo de produção, por sua vez, refere-se ao próprio crédito, ao capital de giro, à estabilidade na regulação de fatores e à subordinação do trabalho ao capital. Trata-se da própria expectativa de retorno de cada agente dentro de cada projeto e das características do projeto que utilizará o *funding* formado com a emissão da debênture de infraestrutura. Isto, como no caso das condições de acesso ao capital produtivo, inviabiliza um estudo pormenorizado, já que cada projeto possui fatores e relações de trabalho e capital próprias.

No entanto, pode-se afirmar, de maneira geral, que, quanto à expectativa de retorno, a Lei Federal nº 12.431/2011 criou um instrumento jurídico que atingiu em parte seu objetivo. Isto pode ser constatado pelo bom *spread* em relação aos títulos públicos, comprovando boa aceitação pelo lado da demanda, apesar destes últimos ainda serem um instrumento muito mais eficaz para captação de *funding* por oferecerem garantia soberana, ou seja, risco menor. Por outro lado, as empresas não utilizaram os valores arrecadados para capital de giro ou para refinar o passivo.

Ainda em relação à expectativa de retorno, a debênture de infraestrutura se tornou mais atrativa que a debênture simples, a despeito desta ainda representar grande parte do mercado de títulos de dívida privada. Isto se deveu, provavelmente, à isenção concedida Lei Federal nº 12.431/2011. A qualidade entre os dois tipos se difere, mesmo emitidas nas mesmas condições macroeconômicas. Em média, as incentivadas apresentam valor maior do que as não incentivadas e prazo mais longo, conforme visto em capítulo anterior. E, mais importante, as incentivadas exigiram menos garantias pelos investidores. Também apresentaram maior liquidez, sendo negociadas mais vezes do que as não incentivadas.

Por fim as condições de realização do lucro tratam do crédito ao consumidor e do

estímulo à demanda, ou seja, de normas que se referem à possibilidade dos debenturistas em receber o retorno pactuado e de normas que incentivam o mercado como um todo por meio da mudança do próprio instrumento jurídico, normas que o tornem mais atrativo à sua aquisição.

O estímulo à demanda por tais valores mobiliários incentivados foi alcançado, mesmo que em patamares inferiores ao previsto. Solucionados alguns problemas antigos trazidos pela Lei nº 6.404/76, já analisados anteriormente, o investidor conseguiu mensurar um pouco mais o risco envolvido no financiamento de longo prazo e calibrar sua expectativa de retorno. Por exemplo, a determinação do procedimento de rateio para o caso de amortizações atribuiu maior igualdade entre os debenturistas, o que garante maior segurança em caso de não pagamento.

Outros problemas poderiam ter sido solucionados, como o fato de o volume das emissões ter sido realizado por grandes empresas de capital aberto e não por empresas menores e com capital fechado, ou a assimetria de interesses dos investidores, representados pelos debenturistas, e dos administradores da empresa emissora. E existe, ainda, o problema do desinteresse de investidores estrangeiros.

Entretanto, as alterações introduzidas pela Lei Federal nº 12.431/2011 estimularam a demanda, conforme se pode depreender do constante aumento no volume de emissão da debênture de infraestrutura, superior à emissão de debêntures simples.

No tocante às alterações efetivadas pela lei em direção à criação de um mercado doméstico de títulos de dívida privada, alguns problemas podem ser apontados.

Pelo lado da demanda, os investidores institucionais reclamam da baixa liquidez do mercado secundário, o que reduz drasticamente a demanda por estes títulos. Além disto, a baixa capitalização do mercado doméstico, a ausência de uma estrutura a termo de títulos privados, a insegurança jurídica dos credores em relação aos emissores, bem como restrições legais à alocação de ativos foram outros problemas.

Especificamente quanto à insegurança jurídica dos credores, faz-se importante ressaltar sua relevância para o tema. Arida, Bacha e Lara-Rezende, tratando da questão das decisões judiciais, constataram que os magistrados têm atuação política pró-devedora quando instados a julgar alguma causa relativa ao cumprimento dos contratos. Para os autores, com estas decisões, os direitos de propriedade privada não encontrariam guarida, o que desestimularia as relações econômicas de longo prazo por lhes retirar previsibilidade. Especificamente, o estudo trata sobre mercado de crédito e chega à conclusão de que o fato estimularia a cobrança de juros mais altos do que os índices oficiais devido à elevação dos

riscos. E isto impacta negativamente um mercado de títulos privados em crescimento.³⁴⁴

Pelo lado da oferta, as companhias emissoras reclamam dos altos custos de emissão de debêntures, prazos de vencimento, necessidade de garantias e a falta de transparência no acesso a dados.³⁴⁵

Quanto à própria estrutura do mercado, o aumento das ofertas no mercado primário e das negociações no mercado secundário também carece da criação de um segmento de listagem especial nas entidades que operam na bolsa e no balcão, o que poderia atrair investidores e aumentar a liquidez das debêntures por meio do estabelecimento de critérios mínimos de transparência, liquidez e conduta nas negociações, conforme afirma José Romeu Garcia do Amaral. O autor chegou a denominar este segmento de “Novo Mercado de Debêntures” em comparação ao “Novo Mercado de Renda Fixa”.³⁴⁶

A iniciativa trazida pela Lei Federal nº 12.431/2011, enfim, foi eficaz na atração de novos investidores para o mercado de debêntures, mas as empresas não aderiram totalmente ao incentivo, principalmente em alguns setores essenciais de infraestrutura, como saneamento ou mobilidade urbana.³⁴⁷ Apesar da citada lei não ter solucionado todos os problemas apontados anteriormente para a formação de um mercado equilibrado de títulos privados, e nem o poderia fazer sozinha, ao menos, conseguiu estimular a demanda pelas debêntures de infraestrutura, que pode se consolidar caso sejam adotadas outras mudanças nesta direção.

Concluindo-se, segundo uma perspectiva microjurídica, pode-se afirmar que as transformações levadas à cabo pela Lei Federal nº 12.431/2011 no regime jurídico da debênture permitiu, aos agentes envolvidos dentro deste complexo arranjo, o fornecimento de alternativas a outras formas de ganho de capital, mesmo que de forma incompleta.

Resolvendo alguns problemas antigos trazidos pela Lei nº 6.404/76, a mudança nos fatores intrínsecos ao instrumento fizeram com que debêntures atraíssem e fizessem circular capital para a infraestrutura, funcionando como um instrumento jurídico

³⁴⁴ ARIDA, P.; BACHA, E. L.; LARA-REZENDE, A. Credit, Interests, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil. In: GIAVAZZI, F., GOLDFAJN, I.; HERRERA, S. (ed.), **Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003** (pp. 265-293). London, Cambridge, MA: The MIT Press, 2005, pp. 174-175. Disponível em: <http://cs5824.userapi.com/u11728334/docs/c3178eb4900b/Francesco_Giavazzi_Inflation_Targeting_Debt_and.pdf>. Acesso em 06 mar. 2013.

³⁴⁵ SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. **O Mercado de Títulos Privados de Renda Fixa no Brasil**. Rio de Janeiro: ANDIMA/COPPEAD, 2008. p. 58.

³⁴⁶ Cf. AMARAL, J. R. G. Ob, cit., p. 141.

³⁴⁷ Cf. BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Ob, cit.

disciplinador das condições de acesso ao capital produtivo, de estabilização intertemporal da produção e da realização do lucro, o que permitiu aos agentes calibrarem sua expectativa de retorno e efetuar aportes financeiros ao projeto por meio do investimento em debêntures de infraestrutura. Com isto, houve, ao menos em parte, um estímulo à demanda por tais valores mobiliários e o incentivo ao mercado como um todo, apesar dos diversos problemas apontados.

10 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A impossibilidade do exame pormenorizado de cada projeto ligado a cada emissão de debênture de infraestrutura prejudica uma análise profunda da efetividade da política econômica para financiamento de longo prazo nacional entre os anos de 2011 e 2016, o que, todavia, não impede que seja realizada uma investigação em escala maior.

Conhecidos alguns dos obstáculos para o desenvolvimento do mercado de debêntures no Brasil, a Lei Federal nº 12.431/2011 buscou gerar externalidades como o incentivo ao financiamento da infraestrutura por meio do crédito privado e a formação mesmo do mercado de capitais, aperfeiçoando o regime jurídico das debêntures para facilitar sua emissão, atrair mais investidores e incentivar o desenvolvimento da infraestrutura.

Fazendo isto, estruturou um *funding* para financiamento de longo prazo da infraestrutura, a partir da utilização complementar destes instrumentos jurídicos, isto é, permitiu a articulação deste arranjo jurídico com o intuito de incentivar a construção de um mercado de dívida privada dotado desta função, formando um negócio jurídico “de crédito”.

A forma jurídica deste *funding*, por sua vez, vincula dois tipos de financiamento, um público e um privado. O Estado constitui um fundo público por meio da atuação do BNDES, da própria União e de fundos de pensão de empresas estatais, alocando também recursos orçamentários advindos da concessão de isenção de imposto de renda. Ele também regula a concessão de crédito privado por meio da criação de um instrumento jurídico como a debênture de infraestrutura, a qual capta e direcionada recursos privados disponíveis no mercado. A junção destas atividades compõe a forma jurídica do *funding* para financiamento de longo prazo por meio das chamadas debêntures de infraestrutura.

A par dessas considerações, a análise da efetividade deste arranjo jurídico envolve

o estabelecimento de parâmetros ligados aos aspectos intrínsecos e extrínsecos ao instrumento, uma vez que ambos influenciam na sua realidade, pois tanto aspectos macroeconômicos quanto relativos ao próprio regime jurídico das debêntures se relacionam.

Ademais, o levantamento do quantitativo relacionado ao mercado de debêntures, como o ligado ao volume de movimentação financeira, o estabelecimento de garantias e aos agentes que atuam neste mercado no período analisado permitem que a análise se dirija antes à realidade do período selecionado.

Considerando-se estes parâmetros adotados e o quantitativo coletado, realizou-se uma análise que conjugou uma perspectiva das visões macrojurídica e microjurídica, condição para o exame da função desempenhada pelas debêntures de infraestrutura entre os anos de 2011 e 2016. Também foi investigado se a sua utilização, enquanto ferramenta jurídica, é eficaz para a estabilização do processo de acumulação no financiamento de longo prazo da infraestrutura brasileira, compondo um instrumento complementar na formação de *funding*.

Segundo uma perspectiva macrojurídica da efetividade das debêntures, pode-se afirmar que as transformações introduzidas pela Lei Federal nº 12.431/2011 na articulação deste arranjo jurídico foram capazes de incentivar a construção de um mercado de dívida privada com esta função, mesmo que complementar ao financiamento público. As externalidades buscadas pela referida lei, entretanto, não foram inteiramente atingidas por esta política econômica, já que não foi formado um núcleo endógeno que articulasse instituições públicas e privadas para intermediar o potencial de poupança sem passar pelo endividamento externo. Mesmo assim, afirma-se que o financiamento da infraestrutura recebeu crédito privado através deste complexo jurídico.

Pela perspectiva microjurídica, por outro lado, confirma-se que as transformações levadas à cabo pela Lei Federal nº 12.431/2011 permitiu o fornecimento de alternativas a outras formas de capital aos agentes envolvidos dentro deste arranjo complexo, mesmo que de forma incompleta. Para tanto, referida lei resolveu alguns problemas antigos trazidos pela Lei nº 6.404/76, mudando fatores intrínsecos ao instrumento, os quais fizeram com que as debêntures atraíssem e fizessem circular capital para a infraestrutura, funcionando como um instrumento jurídico disciplinador das condições de acesso ao capital produtivo, de estabilização intertemporal da produção e da realização do lucro.

Conjugando-se ambas as perspectivas, conclui-se que Estado, ao constituir um negócio “de crédito” e, sustentando o processo de valorização do capital neste arranjo

mediante a articulação de diversos instrumentos jurídicos, inclusive a debênture de infraestrutura, direcionou o crédito oriundo de recursos do mercado de capitais para o financiamento da infraestrutura entre os anos de 2011 e 2016, mesmo em volume inferior ao imaginado e sem prescindir do protagonismo do financiamento público, uma peculiaridade histórica do Estado brasileiro.

E, novamente, deve-se colocar em evidencia que não se está a afirmar que o Estado saiu de cena ou foi substituído pela iniciativa privada no financiamento da infraestrutura. Apenas se quer dizer que ele reduziu sua participação por meio do dispêndio de recursos, continuando como total protagonista nesta atividade. Mesmo porque não seria possível o desenvolvimento nacional por meio da infraestrutura sem a participação estatal, dada as condições do Estado brasileiro.

CONCLUSÃO

O debate sobre o desenvolvimento é alvo frequente de preocupações dos estudiosos do Direito, o que gera muitas questões e proposições dada a amplitude de aceções do tema. Todavia, esta discussão precisa ser constantemente abordada por ser essencial à definição das funções estatais. Verificar a funcionalidade de determinado arranjo jurídico com este foco implica, portanto, tanto uma necessidade, quanto uma dificuldade.

Especialmente na presente tese, procurou-se responder se foi efetiva, no período de 2011 e 2016, a regulação do mercado de capitais por meio das chamadas debêntures de infraestrutura, criadas pela Lei Federal nº 12.431/2011, na construção de uma política de financiamento de longo prazo da infraestrutura com viés desenvolvimentista dentro do contexto brasileiro, uma vez que a economia nacional está inserida periféricamente em um sistema mundial hierarquizado. Conseguiria o Estado brasileiro, dadas as suas peculiaridades, construir um arranjo jurídico para o financiamento de longo prazo que envolva um protagonismo de recursos privados neste período?

O atual estágio da fase de expansão financeira do capitalismo, em que há um novo paradigma de acumulação flexível do capital, fez com que o Estado desempenhasse novas funções, como a de rearticular interesses globais, nacionais, regionais e locais de organização política e econômica, cumprindo um papel no desenvolvimento de novas estratégias de acumulação. E este papel pode ser verificado na intermediação entre a acumulação doméstica e o capital externo, a qual é realizada de acordo com a posição que determinado Estado ocupa no sistema mundial centro-periferia no contexto da “economia-mundo”.

Tendo em vista que este sistema impôs uma divisão internacional em que as economias periféricas servem à expansão das economias centrais, o que, historicamente, gerou dependência das primeiras em relação às determinações externas, existe a necessidade de o Estado brasileiro, para superar sua condição de subdesenvolvimento, realizar um planejamento em busca da internalização dos centros de decisão econômica e de uma maior homogeneização social.

O desenvolvimento em países periféricos, como o Brasil, portanto, deve ser perseguido por meio da atuação direta do Estado em direção a um projeto nacional autônomo e soberano de superação da condição de subdesenvolvimento, que coordene

agentes econômicos em prol da expansão do mercado interno.

Este planejamento, necessariamente, não pode prescindir do investimento em infraestrutura, condição para o próprio desenvolvimento, o que leva à necessidade de uma efetiva atividade financeira estatal na regulação do crédito e na formação de um *funding* que abarque toda a complexidade que envolve projetos de longo prazo, representando a intermediação entre a acumulação doméstica e o capital externo ou mesmo direcionando o capital interno disponível. Para tanto, a internalização dos centros de decisão precisa focar o preenchimento da ausência de um núcleo endógeno de financiamento público e privado nacional que garanta internamente a intermediação financeira do potencial de poupança, impedindo a sua esterilização pelo capital financeiro.

Em outras palavras, a criação de alternativas institucionais e arranjos jurídicos por meio do planejamento estatal, que vincule a atividade financeira do Estado brasileiro e seja capaz de realizar a conexão entre a formação bruta de capital fixo e o sistema de crédito, criando um núcleo endógeno de financiamento público e privado nacional, é condição essencial para o desenvolvimento. E são o Direito Econômico e o Direito Financeiro que fornecem as formas e diretrizes para a concepção de tais arranjos jurídicos.

Todavia, o Direito, por si só, não é suficiente para realizar a mobilização de capitais, em virtude da sua relação necessária com outras áreas, como a economia e a política. O arcabouço institucional é fruto desta interação, onde um fator influencia e cria o outro. Assim, deve ser conjugada uma visão sistêmica e uma individualizada que permitam efetuar considerações em relação ao processo de acumulação de capital e sua destinação aos fatores produtivos.

Um dos instrumentos jurídicos historicamente ligados à captação privada de capital é a debênture. Sua regulação, desta forma, mostra-se como ferramenta factível para a captação de recursos privados no mercado de capitais e constituição de *funding* destinado à infraestrutura. Atuando de acordo com as finalidades impostas pela Constituição Federal, ela, dentro de um determinado arranjo, pode servir para a coordenação dos agentes privados, realocando capitais atualmente disponíveis.

Isto, não obstante, apenas será consubstanciado internamente se adequadamente implementado, considerando as próprias peculiaridades da realidade brasileira, como seu arcabouço institucional e os fatores macroeconômicos. Caso contrário, existe a possibilidade destes instrumentos se prestarem apenas a proporcionar maior concentração de capital disponível na economia, direcionando recursos a empresas ou grupos de empresas sem atender aos ditames constitucionais relativos ao desenvolvimento.

Desta forma, observado os obstáculos específicos para o desenvolvimento do mercado de debêntures no Brasil, a Lei Federal nº 12.431/2011 buscou gerar externalidades positivas, como o incentivo ao financiamento da infraestrutura por meio do crédito privado e a formação mesmo do mercado de capitais, aperfeiçoando o regime jurídico das debêntures a fim de atrair mais investidores e incentivar o desenvolvimento da infraestrutura. Noutros dizeres, estruturou um negócio jurídico “de crédito” exposto em um *funding* para financiamento de longo prazo da infraestrutura com a utilização complementar destes instrumentos jurídicos.

A forma jurídica deste *funding* vinculou dois tipos de financiamento: um público e um privado. O primeiro se reflete na atuação do BNDES, da própria União e de empresas estatais, alocando também recursos orçamentários por meio da concessão de isenção de imposto de renda. O segundo é expresso na regulação da concessão de crédito privado por meio da debênture de infraestrutura, a qual capta e direciona recursos privados disponíveis no mercado. A junção de ambas compõe a forma jurídica do *funding* para financiamento de longo prazo por meio das chamadas debêntures de infraestrutura.

Ponderado isto, a análise da efetividade deste arranjo jurídico deve envolver tanto a consideração de parâmetros ligados ao fundo público quanto privado, além de considerar fatores intrínsecos e extrínsecos ao instrumento, tais como os aspectos macroeconômicos e como o próprio regime jurídico das debêntures se relacionam. Ademais, a perspectiva do Direito Econômico aplicado é essencial para que a finalidade do instrumento jurídico seja verificada, o que envolve o levantamento do quantitativo relacionado às debêntures, como o volume de movimentação financeira, o estabelecimento de garantias e aos agentes que atuam neste mercado dentro do período analisado.

A partir destes parâmetros, a análise deve também conjugar uma perspectiva macrojurídica e outra microjurídica, condição para o exame da função desempenhada pelas debêntures de infraestrutura entre os anos de 2011 e 2016 e sua utilização como ferramenta jurídica eficaz para a estabilização do processo de acumulação no financiamento de longo prazo da infraestrutura brasileira, compondo um instrumento complementar na formação de *funding*.

Considerando tais parâmetros e perspectivas em conjunto com a pesquisa quantitativa efetuada, verificou-se que o Estado brasileiro, ao elaborar uma política econômica que construiu um negócio “de crédito” e sustentar o processo de valorização do capital neste arranjo, mediante a articulação de diversos instrumentos jurídicos, inclusive a debênture de infraestrutura, conseguiu, ao menos em parte, direcionar o crédito disperso no

mercado de capitais para o financiamento da infraestrutura entre os anos de 2011 e 2016, mesmo em volume inferior ao imaginado. E o fez criando alternativas a outras formas de capital dentro de um complexo jurídico de externalidades do arranjo, o qual buscou o incentivo ao financiamento da infraestrutura por meio do crédito privado e a formação mesmo do mercado de capitais.

Todavia, isto não implicou, nem de longe, no deslocamento do protagonismo do financiamento público, uma peculiaridade histórica do Estado brasileiro, conforme se depreende da ainda grande participação do fundo público nesta estrutura, seja pelo Tesouro Nacional, pelo BNDES ou por empresas estatais. Nota-se que houve apenas uma descentralização, em certa medida, o que não impede a utilização complementar da debênture no financiamento da infraestrutura. Ou seja, este "novo" instrumento não mudou a dinâmica histórica de financiamento público da infraestrutura, mas esboçou uma tentativa de coordenação, que foi parcialmente exitosa.

As externalidades buscadas pela referida lei, além disto, não foram inteiramente atingidas por esta política econômica. Não foi formado um núcleo endógeno de financiamento público e privado nacional que articulasse instituições públicas e privadas para intermediar o potencial de poupança sem passar pelo endividamento externo. Os motivos disto, provavelmente, passam pelo arcabouço institucional nacional e por fatores que afetam extrinsecamente a efetividade das debêntures, como os ligados à macroeconomia, ambos envolvendo decisões eminentemente políticas.

Também os resultados em relação à atração de capital externo, em parte incompatível com a visão de formação deste núcleo endógeno, foram decepcionantes, próximos à nulidade.

Mesmo assim, o financiamento da infraestrutura recebeu crédito privado por meio deste complexo jurídico. Inclusive, o potencial para que este crédito continue se dirigindo ao financiamento de longo prazo é enorme, dada a existência de riqueza pessoal e corporativa disponíveis, o que elucida a oportunidade de utilização de instrumentos jurídicos alternativos à formação de *funding* que deem lastro ao financiamento de longo prazo de acordo com a estratégia de desenvolvimento brasileira, atraindo a atenção de gestores para outros ativos que não para os títulos públicos com risco soberano.

A resposta oferecida por este trabalho, portanto, é que o Estado brasileiro, mesmo inserido periféricamente no sistema capitalista financeiro hierarquizado, mediante sua atividade financeira e parcial planejamento, conseguiu construir um arranjo jurídico parcialmente efetivo para o financiamento de longo prazo com recursos privados entre os

anos de 2011 e 2016 por meio da criação das debêntures de infraestrutura inseridas pela Lei Federal nº 12.431/2011. Entretanto, isto ocorreu de forma complementar, uma vez que o próprio Estado continua como o maior protagonista do financiamento da infraestrutura nacional.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO, B. F. **As debêntures de infraestrutura como novo instrumento propiciador do investimento privado no Brasil - regime jurídico**. São Paulo: Insper, 2013. [72 f.] Monografia (LLM – Legal Law Master). Programa de pós-graduação em Direito. Área de concentração: LLM em Direito Societário – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, 2013.

ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. **Consolidado Estatístico**. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estat%20C3%ADstico_03_2018.pdf>. Acesso em 11 set. 2018.

ALMEIDA, S. F. C. **Campeões nacionais: o papel do BNDES e a atuação do sistema brasileiro de defesa de concorrência**. 2012. 85 f. Dissertação (Mestrado). Universidade Presbiteriana Mackenzie, Programa de Pós-Graduação em Direito Político e Econômico, São Paulo, 2012.

AMARAL, J. R. G. **Ensaio sobre o regime jurídico das debêntures**. 2014. 269 f. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

ANBIMA - ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Proposta para a Ampliação e o Alongamento de Prazos no Mercado de Títulos Privados de Renda Fixa no Brasil**. São Paulo: ANBIMA, 2011.

_____. **Classificação dos Investidores e Suitability no Mercado de Valores Mobiliários**. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios.htm#02> Acesso em 31 out. 2018.

_____. **Introdução às debêntures**. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/espacodoinvestidor/introducaoadebentures.asp#>>. Acesso em 02 out. 2018.

_____. **Boletim Anbima**. Ano VI, N° 9, Abril/2017. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/data/files/7D/25/86/67/12F3B51060B832B5A8A80AC2/Boletim_Private_201704.pdf>. Acesso em 12 set. 2018.

_____. **Boletim Anbima: Mercado de Capitais - Relatório. Ano XIII, N° 128, Janeiro/2017.** Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/data/files/67/16/24/67/76579510E59E969569A80AC2/Boletim MK_201701062.pdf](http://www.anbima.com.br/data/files/67/16/24/67/76579510E59E969569A80AC2/Boletim_MK_201701062.pdf)>. Acesso em 29 ago. 2018.

_____. **Boletim de Mercado de Capitais.** Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm>. Acesso em 30 ago. 2018.

_____. **Boletim de Mercado de Capitais.** Disponível: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/ativos-de-renda-fixa-corresponderam-a-89-das-captacoes-domesticas.htm>. Acesso em 02 jul 2019.

_____. **Lei nº 12.431/11: Portarias Autorizativas dos Projetos de Investimento.** Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/data/files/AB/A0/E4/2A/7375E5109D90FCD599A80AC2/PortariasAutorizativas12431.pdf>>. Acesso em 07 ago. 2018.

_____. **Investidores institucionais detêm 66% do volume das ofertas de debêntures em 2018.** Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/investidores-institucionais-detem-66-do-volume-das-ofertas-em-2018.htm>. Acesso em 28 ago. 2018.

_____. **Debêntures incentivadas atingem R\$ 1,3 bilhão em 2017.** Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/debentures-incentivadas-atingem-r-1-3-bilhao-em-2017.htm>. Acesso em 16 out. 2018.

ARIDA, P.; BACHA, E. L.; LARA-RESENDE, A. **High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty.** Núcleo de Estudos de Política Econômica da Casa das Garças (NUPE/CdG), Rio de Janeiro, 2004.

_____. Credit, Interests, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil. In: GIAVAZZI, F., GOLDFAJN, I.; HERRERA, S. (ed.), **Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003** (pp. 265-293). London, Cambridge, MA: The MIT Press, 2005, pp. 174-175. Disponível em: <http://cs5824.userapi.com/u11728334/docs/c3178eb4900b/Francesco_Giavazzi_Inflation_Targeting_Debt_and.pdf>. Acesso em 06 mar. 2013.

ARRIGHI, G. **O Longo Século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo**. São Paulo: UNESP, 1996.

ASSONI FILHO, S. **Crédito público e responsabilidade fiscal**. Porto Alegre: Núria Fabris Editora, 2007.

BACHA, E. Um modelo de três hiatos. **Pesquisa e planejamento econômico**. Rio de Janeiro, v.19, n. 2, ago. 1989, 1989.

BALEEIRO, A. **Direito tributário brasileiro**. 10. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1996.

BERCOVICI, G. **Constituição Econômica e Desenvolvimento: uma leitura a partir da Constituição de 1988**. São Paulo: Malheiros, 2005.

_____. Infraestrutura e desenvolvimento. In: BERCOVICI, G.; VALIM, R. (Coords.). **Elementos de Direito da Infraestrutura**. São Paulo: Contracorrente. 2015.

_____. O ainda indispensável direito econômico. BENEVIDES, M. V. de M.; BERCOVICI, G.; MELO, C. (Org.). **Direitos humanos, democracia e república: homenagem a Fábio Konder Comparato**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

BERCOVICI, G.; MASSONETTO, L. F. A constituição dirigente invertida: a blindagem da constituição financeira e a agonia da constituição econômica. **Boletim de Ciências Econômicas**, v. 49, 2006.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **Perspectivas do investimento, n. 1, fev. 2013**. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/3600/1/boletim_perspectivas_fev.2013_final.pdf>. Acesso em 11 set. 2018.

_____ – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **Mercado de Capitais**. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/mercado-de-capitais>>. Acesso em 31 ago. 2018.

_____ – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **BNDES Finem**. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/bndes-finem>>. Acesso em 31 ago. 2018.

_____ – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **Conhecimento**. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento>> Acesso em 30 ago. 2018.

BOVESPA. **Valepar S.A.**: Laudo de Avaliação da Valepar S.A. e da Vale S.A. mai. 2017. Disponível em: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/DWL/FormDetalheDownload.asp?site=C&prot=566666>> Acesso em 16 out. 2018.

BORGES, J. S. M. **Introdução ao Direito Financeiro**. São Paulo: Max Limonad, 1998.

BOYER, R. **Teoria da Regulação – Os fundamentos**. São Paulo: Estação Liberdade, 2010.

BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; SOUZA, G. M. Evolução recente do mercado de debêntures no Brasil: as debêntures incentivadas. **Texto para Discussão 2158, IPEA**. Brasília, novembro de 2015.

BRASIL. **Constituição Federal (1988)**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm>. Acesso em: 05 dez. 2018.

_____. **Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011**. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm>. Acesso em 10 dez. 2018.

_____. **Lei nº 6.385/76, de 07 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em 10 dez. 2018

_____. **Instrução CVM Nº 519, de 26 de Janeiro de 2012**. Altera artigos da Instrução CVM nº 28, de 23 de novembro de 1983. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst519.html>>. Acesso em 10 dez. 2018.

_____. Ministério da Fazenda. **Boletim de debêntures – Março 2018**. Disponível em <<http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas/arquivos/2018/boletim-de-debentures-marco-2018/view>>. Acesso em 20 ago. 2018.

_____. Ministério da Fazenda. **Boletim de debêntures – Novembro 2016**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas/arquivos/2016/boletim-de-debentures-novembro-2016/view>>. Acesso em 27 ago. 2018.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Boletim de debêntures – Janeiro 2019**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas/arquivos/2019/boletim-de-debentures-janeiro-2019/view>>. Acesso em 04 jul 2019.

_____. Ministério da Fazenda. **Debêntures incentivadas somaram R\$ 9,1 bilhões em 2017**. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/noticias/2018/janeiro/debentures-incentivadas-somaram-r-9-1-bilhoes-em-2017>>. Acesso em 30 ago. 2018.

_____. Câmara dos Deputados. **Debêntures de infraestrutura: Evolução do Mercado e Atuação do BNDES**. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/grupos-de-trabalho/55a-legislatura/mercado-de-debentures-no-brasil/documentos/audiencias-publicas/andre-soares-loureiro-bndes>>. Acesso em 30 ago. 2018.

_____. SEAE – Secretaria de Acompanhamento Econômico. **Projetos de Infraestrutura: Fontes de Financiamento**. Disponível em: <[file:///Users/felipetadeu/Downloads/161020-Apresentacao-Angelo-Duarte%20\(3\).pdf](file:///Users/felipetadeu/Downloads/161020-Apresentacao-Angelo-Duarte%20(3).pdf)>. Acesso em 27 ago. 2018.

BRAUDEL, F. **Civilização material, economia e capitalismo - séculos XV-XVIII: O tempo do mundo, volume 3**. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2009.

_____. **Civilização Material, Economia e Capitalismo: séculos XV-XVIII. Vol. 2 – Os Jogos das Trocas**. São Paulo: Martins Fontes, 1998.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Financiamento para o subdesenvolvimento: o Brasil e o Segundo Consenso de Washington. CASTRO, A. C. (Org.). **Desenvolvimento em Debate: Painéis do Desenvolvimento Brasileiro I**, v. 2, pp. 359-398, 2002.

CENTRO INTERNACIONAL CELSO FURTADO DE POLÍTICAS PARA O DESENVOLVIMENTO. **Memórias do desenvolvimento nº 4**. Rio de Janeiro: Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, setembro de 2010, ano 4, nº 4. Disponível em: < http://www.centrocelsofurtado.org.br/interna.php?ID_M=139 >. Acesso em 18 set. 2015.

CETIP - Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos. **Renda Fixa**. Disponível em: <<https://www.cetip.com.br/renda-fixa/estatisticas#contentTab05>>. Acesso em 09 ago. 2018.

CHANG, H-J. The Economics and Politics of Regulation. **Cambridge Journal of Economics**, 1997.

COMPARATO, F. K. A transferência empresarial de tecnologia para países subdesenvolvidos: um caso típico de inadequação dos meios aos fins. **Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo** 77,1982.

_____. O indispensável Direito econômico, **Revista dos Tribunais**, vol. 353, 1965.

_____. **Poder de Controle nas Sociedades Anônimas**. 5 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

_____. **O seguro de crédito**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968.

COSTA, F. N. Financiamento interno de longo prazo. **Texto para discussão/Instituto de Pesquisa econômica Aplicada-IPEA**. Brasília: IPEA, março 2015, n. 2053

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Sobre a CVM**, Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acao_informacao/institucional/sobre/cvm.html>

_____. **Portal do Investidor**, Primeiros Passos. 2017. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Entendendo_mercado_valor_es.html>.

_____. **Relatório de Análise da SDM sobre a Audiência Pública SDM nº 01/11**. 2011, p. 6. Disponível em: <

http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm0111.html> Acesso em 03 abr. 2018.

_____. **Boletim de Mercado de Capitais.** Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/dadosconsolidados/comparativovaloresmobiliarios.asp>> Acesso em 20 ago. 2018.

DA SILVA, C. G.; TERRA, F. H. B. O desempenho econômico brasileiro em 2011 e perspectivas para 2012: uma análise rápida em um período complexo. **Revista Economia & Tecnologia**, v. 8, n. 1, 2012.

DE CONTI, B. Os fundos brasileiros de previdência complementar: segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos. **Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)**, 2016.

DE CHIARA, J. T. Instituições financeiras. **Enciclopédia Saraiva do Direito**. Vol. 45. São Paulo: Saraiva, 1977.

_____. Sistema Financeiro Nacional. **Enciclopédia Saraiva do Direito**. Vol. 69. São Paulo: Saraiva, 1977.

_____. **Moeda e ordem jurídica**. Tese (Doutorado). 1987. Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, 1987.

DELBEM, F. C. **Impacto do benefício fiscal no apreçamento das debêntures de infraestrutura**. 2016. 57 f. Dissertação (Mestrado). Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2016.

ECONOINFO. **Tractabel Energia**. Disponível em: <<http://www.econoinfo.com.br/governanca-corporativa/posicao-acionaria?codigoCVM=17329>>. Acesso em 16 out. 2018.

_____. **Concessionária do Aeroporto Internacional de Guarulhos S.A.** Disponível em: <<http://www.econoinfo.com.br/governanca-corporativa/posicao-acionaria?codigoCVM=23515>>. Acesso em 16 out. 2018.

EIZIRIK, N. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ELI DA VEIGA, J. **A emergência socioambiental**. São Paulo: SENAC, 2007.

ELIAS, N. **O Processo civilizador – Volume 2: Formação do Estado e Civilização**. Rio de Janeiro: Zahar. 1993.

FENAPREVI - Federação Nacional de Previdência Privada e Vida. **Dados estatísticos de segmentos de pessoas**. Disponível em: <<http://fenaprevi.org.br/fenaprevi/estatisticas/>> Acesso em 11 set. 2018.

FERRAJOLI, L. **A Soberania no Mundo Moderno: nascimento e crise do Estado nacional**. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2007.

FIORI, J. L. Introdução: depois da retomada da hegemonia. In: FIORI, J. L.; MEDEIROS, C. (Orgs.) **Polarização mundial e crescimento**. Petrópolis: Vozes, 2001.

FMI-Fundo Monetário Internacional. **Local currency bond markets—a diagnostic framework**, 2013. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/070913.pdf>>. Acesso em 18 mai. 2018.

_____. Formação, expansão e limites do poder global. In: FIORI, J. L. (Org.) **O Poder Americano**. Petrópolis: Vozes, 2004.

FOLLONI, A. P. A complexidade ideológica, jurídica e política do desenvolvimento sustentável e a necessidade de compreensão interdisciplinar do problema. **Revista Direitos Humanos Fundamentais**, São Paulo, jan-jun/2014, ano 14, n.1.

FONSECA, J. B. L. **Direito Econômico**. 5a. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

FURTADO, C. **Desenvolvimento e subdesenvolvimento**. 5. ed., Rio de Janeiro: Contraponto, 2009.

GRAU, E. R. **Elementos de Direito Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1981.

GUEDES, V. M. Interesse público e desenvolvimento: as alterações e rescisões contratuais unilaterais motivadas por interesse público na jurisprudência do STJ. In: CORRÊA, A. R.; PINTO JÚNIOR, M. E. (Coords.). **Cumprimento de contratos e razão de Estado**. São Paulo: Saraiva, 2013.

GURGEL DE FARIA, L. A. A intervenção estatal sobre a economia e a crise de 2008. **Revista CEJ**, Brasília, Ano XIII, n. 47, pp. 37-50, out./dez. 2009.

GRAU, E. R. **Elementos de Direito Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1981.

_____. A ordem econômica na Constituição de 1988. 14 ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

GRUPO CCR. **Estrutura acionária**. Disponível em: <<http://www.grupoccr.com.br/grupo-ccr/estrutura-acionaria>>. Acesso em 16 out. 2018.

HABERMAS, J. **A constelação pós-nacional – Ensaio político**. São Paulo: Littera mundi, 2001.

HART, M. Émergence et consolidation de l'État fiscal. In: BONNEY, R. (Org.) **Systèmes économiques et finances publiques**. Paris: Presses Universitaire de France, 1996.

HARVEY, D. **Cidades Rebeldes – do Direito à Cidade à Revolução Urbana**. São Paulo: Martins Fontes, 2014.

IANNI, O. **Estado e planejamento econômico no Brasil**. 4. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1986.

IBEF - Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças. A hora e a vez das debêntures incentivadas. 2018. Disponível em: <<http://ibefsp.com.br/publicacoes/hora-e-vez-das-debentures-incentivadas/>>. Acesso em 11 set. 2018.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Série histórica do PIB**. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/media/com_mediaibge/arquivos/7531a821326941965f1483c85caca11f.xls>. Acesso em 03 set. 2018.

INOUE, C. F. K. V. **Capitalismo de Estado no Brasil: Uma Análise das Participações Minoritárias do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre 1995 e 2009**. 2011. 68 f. Dissertação (Mestrado). Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, Programa de Mestrado Profissional em Administração, São Paulo, 2011.

IPEA - INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Introdução. **Infraestrutura Econômica no Brasil: diagnósticos e perspectivas para 2025**. Livro 6, vol. 1, Brasília, 2010. Disponível em: <

http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/livros/livros/Livro_InfraestruturaSocial_vol1.pdf> Acesso em 23 jan 2014.

_____. **Ipeadata**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em 02 jul. 2019.

IOSCO-INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. **The development of corporate bond markets in emerging market countries**, 2002. Madrid: Iosco, 2002. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD127.pdf>>. Acesso em 18 mai. 2018.

JESSOP, B. **Narrating the future of national economy and national state? Remarks on remapping regulation and the reinventing governance**. Lancaster, Department of Sociology, Lancaster University, 2003.

KEYNES, J. M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Atlas, 1982.

_____. O fim do *laissez-faire*. SZMRECSANYI, T. (Org.). **KEYNES**. São Paulo: Ática, 1978.

KREGEL, J. **Entrevista ao Jornal Valor Econômico**, em 11 de janeiro de 2012.

LAZZARINI, S. G. et al. **What Do Development Banks Do? Evidence from Brazil, 2002–2009**. Harvard Business School Working Paper (December 8–11). 2011. Disponível em: <<http://www.hbs.edu/research/pdf/12-047.pdf>>. Acesso em 26 ago. 2015.

LUCCA, N. As bolsas de Valores e os Valores Mobiliários. In: **Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários. Série Cadernos do Conselho da Justiça Federal**. N. 16. Brasília: CJF, 1999.

MARX, K. **O Capital: Crítica da economia política**. Volume I. 3ª ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

MASSONETTO, L. F. 2006. 145 f. **O direito financeiro no capitalismo contemporâneo: a emergência de um novo padrão normativo**. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito. Departamento de Direito Econômico, São Paulo, 2006.

_____. Aspectos macrojurídicos do financiamento da infraestrutura. In: BERCOVICI, G.; VALIM, R. (Coords.). **Elementos de Direito da Infraestrutura**. São Paulo: Contracorrente, 2015.

_____. (Des)Regulação: em Busca do Senso Perdido. In: DI PIETRO, M. S. Z. (Org.). **Direito Regulatório: temas polêmicos**. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2009.

MATTOS FILHO, A. O. O conceito de valor mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Ano XXIV. Nova Série n. 59. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

MAZZUCATO, M. **O Estado empreendedor: desmascarando o mito do setor público vs. setor privado**. Portfolio-Penguin, 2014.

MEDEIROS, L. V. **Direito econômico e superação do subdesenvolvimento: BNDES e planejamento**. 2016. 331 f. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, Departamento de Direito Econômico, São Paulo, 2016.

MENDONÇA, P. A. F. **Intervenção do Estado brasileiro no setor financeiro: estudo sobre o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social**. 2005. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo.

MONTE SILVA, L.; VILAR GUIMARÃES, P. B. Law and Innovation Policies: an analysis of the mismatch between innovation public policies and their results in Brazil. **Law and Development Review**, 9(1), 2016.

MORETTINI, F. T. R. **Contrato de concessão de serviço público e custos de transação: uma análise da jurisprudência do STF, do STJ e dos tribunais federais brasileiros**. 2014. 157 f. Dissertação (Mestrado). Escola de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Paraná.

MOREIRA, V. **A ordem jurídica do capitalismo**. 3. ed., Coimbra: Centelha, 1978.

MÜSSNICH, F. A. M.. As recentes Alterações com Respeito à Competência para Emissão de Debêntures. In: CASTRO, R. R. M.; WARDE JUNIOR, W. J.; GUERREIRO, C. D. T. (Coords.) **Direito Empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

NIGRO, M. Interventi. In: NIGRO, M.; MARTÍN-RETORTILLO, S. **La disciplina**

publicistica del credito. Padova: Cedam, 1970.

NORTH, Douglas Cecil. Economic Performance Through Time. **The American Economic Review**, Jun. 1994.

OAS. **Invepar.** Disponível em: <<http://www.oas.com.br/oas-com/oas-investimentos/invepar/>>. Acesso em 16 out. 2018.

OLIVEIRA, F. **Os Direitos do Antivalor – A Economia política da hegemonia imperfeita.** Petrópolis: Vozes, 1998.

OLIVEIRA, R. F. **Curso de Direito Financeiro.** 7 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

PEREIRA NETO, E. A. N. **Aspectos jurídicos da emissão de debêntures conversíveis em ações.** 1986. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986.

PISTOR, K. Legal Ground Rules in Coordinated an Liberal Market Economies. **Working Paper n. 30/2005**, Columbia Law School, 2005.

POLANYI, K. **A grande transformação: as origens de nossa época.** Rio de Janeiro: Campus-Elsevier, 2000.

PUGA, F. P.; GABRIELLI, H. O BNDES e o investimento: 2000 a 2016. **Texto para Discussão 122, BNDES.** Brasília, mar. 2018.

RITNER, D. Debênture de infraestrutura terá proteção para estrangeiro. **Valor Econômico**, São Paulo, 03 jun. 2018. Finanças. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/5566599/debenture-de-infraestrutura-tera-protacao-para-estrangeiro>>. Acesso em 16 out. 2018.

RODRIGUES, C. H. L. **A questão do protecionismo no Debate entre Roberto Simonsen e Eugênio Gudin.** 2005. 163 f. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2005.

SAADI, J. Regulação no Mercado Financeiro: justificativa para intervenção ou autoregulação?. In: GORGA, É.; PELA, J. K. (Coords.). **Estudos avançados de direito empresarial: contratos, direito societário e bancário.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

SACCHELLI, R. C. **A ausência da regulamentação do sistema financeiro brasileiro como obstáculo ao desenvolvimento nacional: uma leitura a partir da crise econômica de 2008 (gerada pela globalização econômica e pelo neoliberalismo)**. 2013. 136 f. Dissertação (Mestrado). – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2013.

SALOMÃO FILHO, C. **Regulação da atividade econômica**. 2^a ed., São Paulo: Malheiros, 2008.

SANTO ANTÔNIO ENERGIA. **Acionsitas**. Disponível em: <<http://www.santoantonioenergia.com.br/empresa/acionistas/>>. Acesso em 16 out. 2018.

SARAI, L. **Crédito, Estado e desenvolvimento: o direcionamento federal do crédito pela perspectiva do Direito Econômico**. 2017. 367 f. Tese (Doutorado). Universidade Presbiteriana Mackenzie, Faculdade de Direito, São Paulo, 2017.

SCHAPIRO, M. G. **Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento**. 2009. 326 f. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito. Departamento de Direito Econômico, São Paulo, 2009.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. **O Mercado de Títulos Privados de Renda Fixa no Brasil**. Rio de Janeiro: ANDIMA/COPPEAD, 2008.

SILVA, D. T. Desestatização da infraestrutura federal de transportes e financiamento público: alguns pontos de discussão. In: BERCOVICI, G.; VALIM, R. (Coords.). **Elementos de Direito da Infraestrutura**. São Paulo: Contracorrente. 2015.

SILVA, D. T. **Política industrial e desenvolvimento regional: o fomento estatal dos arranjos produtivos locais**. 2010. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo, 2010.

STIGLER, G. J. A Teoria da Regulação Econômica. In: MATTOS, P., et. al. **Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano**. Ed. 34, 2002.

STIGLITZ, J. **Government, Financial Markets, and Economic Development**. Working

Paper n° 3669, National Bureau of Economic Research, 1991.

STOBER, R. **Direito administrativo econômico geral**. São Paulo: Saraiva, 2012.

STUDART, R. **Investment Finance in Economic Development**. London: Routledge, 1955.

SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA (STJ). Recurso Especial n. 1321243-RJ (2012/0072888-9), Rel. ministro Luiz Felipe Salomão, 4ª Turma. Data do julgamento: 18/06/2013. Data de publicação: Dje 12/08/2013.

TAVARES, M. C. Império, território e dinheiro In: FIORI, J. L. **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. Petrópolis: Vozes, 1999. (Coleção Zero à esquerda).

TILLY, C. **Coertion, Capital and European States, AD 990-1990**. Oxford: Basil Blackwell, 1990.

TORRES FILHO, E. T. Crédito direcionado e direcionamento do crédito: situação atual e perspectivas. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 13, n. 25, jun. 2006.

_____. Mecanismos de direcionamento do crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. (Orgs.). **Ensaio sobre Economia Financeira**, Rio de Janeiro: BNDES, 2009.

TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. **O elo perdido: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e propostas**. São Paulo: Instituto de estudos para o desenvolvimento industrial (IEDI), 2012.

TREBILCOCK, M. J.; MOTA PRADO, M. **What makes poor countries poor? Institutional determinants of development**. New York, Edward Elgar Publishing, 2012.

_____; _____. **Advanced Introduction to Law and Development**, New York, Edward Elgar Publishing, 2014.

TRINDADE, J. R. A dívida pública como Componente estrutural do Sistema de Crédito. **Revista Econômica**. Rio de Janeiro, v. 13, n. 1, pp. 94-125, jun./2011.

TROSTER, R. **Regulação prudencial dos bancos**. 1995. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1995.

TRUBEK, D. M.; COUTINHO, D. R.; SCHAPIRO, M. G. New State Activism in Brazil and the challenge for Law. In: TRUBEK, D. et al. **Law and the New Developmental State: the Brazilian Experience in Latin American Context**, Cambridge University Press, 2014.

VEIGA DA ROCHA, J. P. C. **A capacidade normativa de conjuntura no Direito Econômico: o déficit democrático da regulação financeira**. 2004. 204 f. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, Departamento de Direito Econômico, São Paulo, 2004.

VIDIGAL, G. **Fundamentos do Direito Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976.

WAJNBERG, D. Debêntures de infraestrutura: emissões realizadas e perspectivas. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 41, pp. 331-377, 2014.

_____. Cinco Anos de Debêntures de Infraestrutura: Uma avaliação da efetividade do instrumento. **Revista do BNDES** 44, dez. 2015.

WAJNBERG, D.; CASTRO, E. C. Debêntures de projetos de infraestrutura: uma comparação entre as experiências brasileira e internacional. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 46, dezembro 2016.

WALLERSTEIN, I. **The Capitalist World-Economy**. New York: Cambridge University Press, 1979.

YAZBEK, O. A modernização do Regime das Debêntures e a Criação de um Mercado de Dívida de Longo Prazo no Brasil. In: CASTRO, R. R. M.; WARDE JUNIOR, W. J.; GUERREIRO, C. D. T. (Coords.) **Direito Empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin. 2013. p. 567.

_____. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Elsevier, 2009.

YEUNG, K. The Regulatory State. In Baldwin, R., Cave, M. & Lodge, M. **Oxford Handbook of Regulation**. Oxford University Press, 2010.