

# DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DO FOMENTO NO ESTADO REGULADOR

Luciana Najan Silva da Cruz\*

Resumo: O presente artigo tem por objetivo traçar um panorama da atividade de fomento enquanto uma das funções do contemporâneo Estado Regulador, bem como demonstrar a sua relevância por meio do exemplo das debêntures de infraestrutura, instituídas pela Lei 12.431/11. A evolução da forma de atuar do Estado levou ao cenário atual em que vige o princípio da subsidiariedade. Significa dizer que o Estado intervém na economia nos limites do que é necessário para promover o bem-estar social e suprir atores ineficientes, mas sem tomar para si o espaço que deve ser destinado à livre iniciativa. Nesse cenário, o fomento aparece como uma das funções estatais de grande relevância por se caracterizar justamente por uma atuação em parceria entre público e privado. As debêntures de infraestrutura são um exemplo dessa atividade. A Administração Pública, ao identificar que o setor de infraestrutura é carente de investimentos e cujo financiamento a esse setor é concentrado nos bancos públicos, buscou promover a criação de um mercado privado de financiamento de longo prazo via mercado de capitais. Para tanto, a opção escolhida foi a concessão de benefício fiscal para investidores que adquirem títulos emitidos por companhias que irão desenvolver projetos no setor de infraestrutura.

Palavras-Chave: Fomento. Regulação. Debêntures. Infraestrutura.

---

\* Pós-graduada em Direito Societário e Mercado de Capitais pelo IBMEC, mestranda em Direito da Regulação na Fundação Getúlio Vargas – FGV Direito Rio. Graduada em Ciências Sociais pela UERJ e em Direito pela UNIRIO.

**Abstract:** This article aims to provide an overview of the promotion activity as one of the functions of the contemporary Regulatory State, as well as to demonstrate its relevance through the example of infrastructure debentures established by Law 12.431/11. The evolution of the way the State operates has led to the current status wherein the subordination principle is in effect. This means that the State intervenes in the economy only as far as necessary so as to promote social welfare and enable inefficient players, but never taking unto itself the role that should be left to free enterprise. In this scenario, promotion is featured as one of the most relevant roles of the State, for it is characterized by a partnership between the public and the private. The Public Administration identified that the infrastructure sector is devoid of investments and that financing in this sector is concentrated in the public banks, hence it sought to promote the creation of a private market for long term financing by means of the capital market. In order to do so, it chose to grant tax benefits to investors who acquire securities issued by companies that are meant to develop projects in the infrastructure sector.

**Keywords:** Subsidiarity. Development. Regulation. Debentures. Infrastructure.

## INTRODUÇÃO



Estado Regulador e suas principais funções, dentre as quais se inclui o fomento com as suas diversas possibilidades, são fruto de uma longa evolução da teoria do Estado que se inicia, em alguns estados, com o absolutismo e chega aos dias atuais. As atividades estatais e as consequentes teorias que a acompanharam foram aprimoradas com o decorrer do tempo e a complexidade cada vez maior das relações sociais, aqui entendidas

não apenas como as relações que os indivíduos mantêm entre si no seio da sociedade, como também as relações entre os cidadãos e o Estado. No século XVII, por exemplo, sob a égide do absolutismo, a ligação entre indivíduo e Estado tinha como base a submissão. A vontade do rei era a vontade de lei, cabendo ao povo o papel de súdito.

Não obstante seu longo período de duração, a exemplo do que ocorreu na França, o absolutismo deu lugar, no final do século XVIII e ao longo do século XIX, com o nascimento do Iluminismo, da democracia e do Estado de Direito, cuja preocupação primordial era a limitação do poder estatal, como consequência de uma era de excesso de poder nas mãos de um único governante. Trata-se, portanto, de teoria que nasce dentro do Direito Público visando, principalmente, compreender uma nova forma de atuar do Estado dentro dos limites da democracia nascente.

O conceito de Estado de Direito não é unânime na doutrina. Em livro que trata especificamente sobre o tema, Jacques Chevallier destaca logo no início de suas lições que, desde sua origem, várias concepções sobre o assunto foram aprofundadas, como se pode conferir do trecho a seguir transcrito:

Desde a sua origem, várias concepções de Estado de Direito foram, com efeito, abordados em profundidade: o Estado de Direito será colocado ora como Estado que age por meio do direito, na forma jurídica, ora como o Estado que será submetido ao direito, ora, ainda, como o Estado cujo direito comporta certos atributos intrínsecos; essas três versões (formal, material, substancial) desenham várias figuras possíveis, vários tipos de Estado de Direito, que não estão isentos de implicações políticas. (CHEVALLIER, 2013, p. 13)

Certo é que na França e na Alemanha, por exemplo, foi desenvolvida uma teoria segundo a qual a atuação do Estado está submetida a uma ordem jurídica, de modo que a administração deve necessariamente respeitar as normas previamente estipuladas. Ou seja, sua atuação decorre da lei. Fala-se, portanto, em submissão da administração ao Direito. “Em França, como na

Alemanha, o Estado de Direito é concebido no começo do século XX, como um tipo particular de Estado, submetido a um regime de direito”(CHEVALLIER, 2013, p. 14).

No Reino Unido, por outro lado, a construção do Estado de Direito está preocupada com a tutela dos direitos e garantias individuais: “as liberdades individuais são postas sob a proteção dos tribunais ordinários, o princípio da igualdade diante da Lei exclui todo privilégio de jurisdição dos agentes da Coroa” (CHEVALLIER, 2013, p. 15).

A evolução dessas teorias remete a algumas certezas: o respeito à hierarquia das normas, à segurança jurídica e, principalmente, aos direitos fundamentais. É inserido nesse cenário que tem vez o constitucionalismo. Nos dizeres de Sergio Guerra, “O constitucionalismo que decorreu da edificação do Estado de Direito, e inclui a *societas civilis*, surgido nos movimentos revolucionários ocorridos nos Estados Unidos da América e na França, coincide com o advento do Estado Liberal de Direito” (GUERRA, 2017, p. 47).

É dentro da teoria do Estado de Direito que vai se desenvolvendo o moderno Estado Regulador e suas funções, dentre as quais o fomento, sem perder de vista que a evolução é viva e perene e, ainda nos dias atuais, os limites e padrões da atuação do Estado estão no centro do debate no Direito Público. Não há, portanto, Estados estanques, dentro de conceitos estanques.

Sob a ótica do Estado Regulador, a função de incitar os diversos atores sociais na direção do interesse coletivo assume especial relevância no cenário nacional em que se verifica a existência de uma lacuna de investimentos relevantes para o desenvolvimento socioeconômico do país. Nesse cenário, as debêntures de infraestrutura se mostram como um exemplo pertinente da relevância do fomento, na medida em que foram criadas diante da identificação da necessidade de se criar um mercado privado de financiamento de longo prazo.

Assim, o presente artigo tem por objetivo traçar um

panorama da atividade de fomento enquanto uma das funções do contemporâneo Estado Regulador, bem como demonstrar a sua relevância por meio do exemplo das debêntures de infraestrutura, instituídas pela Lei 12.431/11. O artigo contará com 3 capítulos. O primeiro abrange a discussão acerca da construção do Estado Regulador, com apresentação das suas funções mais características. O segundo capítulo versa sobre o fomento, o que é e quais são as discussões doutrinárias que envolvem o tema, assim como os meios mais comumente utilizados. Por fim, o terceiro capítulo faz uma análise mais detalhada da atuação fomentadora estatal por meio das debêntures de infraestrutura, instrumento criado, como anteriormente dito, como forma de estimular o desenvolvimento de um mercado privado de financiamento de longo prazo.

## 1. EVOLUÇÕES DO ESTADO REGULADOR

Antes de adentrar de forma mais aprofundada no tema do fomento - o que é, como se faz, por que fazer e as controvérsias que existem sobre o assunto -, mostra-se relevante identificar em que contexto está inserida essa atuação estatal.

Na introdução deste artigo, restou explicitado que o Estado de Direito, entendido como aquele em que o Estado se pauta e é limitado pelas normas jurídicas (o que garante segurança aos administrados e respeito aos direitos e garantias individuais), surgiu quando do fim do absolutismo e dos nascentes estados democráticos. Nessa esteira, não há como desvincular a evolução desses estados democráticos da vivência político-econômica pelas quais eles passaram.

Chevallier, ao descrever a relevância da figura do Estado para a promoção e garantia de segurança dos indivíduos, destaca que tal instituto passou por transformações que o alteraram de forma estruturante, sem, contudo, desfigurar a sua importância:

Os múltiplos desafios com os quais o Estado foi confrontado no final do século XX não colocaram em questionamento de

modo algum a pertinência da esfera estatal: não somente o Estado superou esses desafios, mas também a existência Estados ‘robustos’ é doravante considerada como condição para o desenvolvimento econômico e a paz social, bem como uma garantia contra a instabilidade do mundo e do terrorismo; conviria, então, ajudar a consolidação ou a reconstrução dos Estados ‘arruinados’ (*Collapsed States*), incapazes de desempenhar o papel que lhes incumbe (F.F. FUKUYAMA, 2005). Entretanto, essa persistência é acompanhada de um conjunto de transformações que, longe de serem superficiais, são de ordem estruturante e contribuem para redesenhar a figura do Estado. (CHEVALLIER, 2009, p. 23)

As transformações citadas passam pelo (i) liberalismo econômico, caracterizado pelo Estado mínimo, que não intervém na economia e deixa o mercado promover a sua regulação; (ii) pelo intervencionismo estatal na economia, caracterizado pelo Estado providência, aquele que intervém diretamente na economia, principalmente por meio de empresas públicas e sociedades de economia mista e pela prestação de serviço público; e (iii) pelo neoliberalismo, onde se busca reduzir a participação estatal na sociedade e na economia, reservando-se, contudo, espaço para regulação e assistencialismo.

Sob a égide do liberalismo, buscou-se um Estado não interventor com base na crença de que o próprio mercado seria capaz de regular a si próprio e gerar riqueza. No âmbito normativo, vige o positivismo, o império das leis que, sistematizadas, direcionam a atuação estatal, sempre em atenção ao estrito respeito às disposições legais. Trata-se do Estado mínimo, aquele que se limita a prover o assistencialismo, sem intervir na economia, espaço reservado à iniciativa privada.

O liberalismo, no entanto, não foi capaz de promover a riqueza das nações como esperado, tendo resultado em crise econômica e das relações sociais. O avanço de tecnologias e da complexidade das relações exigiu do Estado um papel mais amplo, para além do mero cumprimento das leis e espectador do desenvolvimento. No âmbito normativo, “(...) um fato tornou-se

indisputável no modelo constitucional francês: a lei e os códigos, bases do liberalismo, mesmo sob um Estado absenteísta, não poderiam tudo prever” (GUERRA, 2017, p. 60).

Veio, então, o Estado providência, o Estado que presta serviços, que regula a iniciativa privada, que atua amplamente por meio das empresas públicas e sociedades de economia mista. Um Estado grande na forma de atuar. Cabe, aqui, mais uma vez, citar a lição de Sérgio Guerra:

A concepção do *welfarestate*, do Estado prestador de serviços, do Estado providência, que substitui, em nível constitucional, com a Constituição do México de 1917 e com a Constituição de Weimar, de 1919, a *weltanschauung* iluminista, impôs a tomada de uma nova posição.

No Estado providência, o Executivo exerce papel central, já que cabe a ele atuar em todos os setores socioeconômicos. O Legislativo, por sua vez, que ocupava o centro das atenções no Estado positivista, dá lugar à primazia do Executivo. É nesse momento que a atuação reguladora do Estado começa a encontrar espaço, quando, para exercer os diversos serviços que são prestados e para regular as mais diversas relações entre Estado e sociedade, é preciso que sejam formulados regulamentos (GUERRA, 2017, p. 63).

Esse Estado providência tampouco foi capaz de gerar riqueza aliada ao bem-estar social. Ao contrário, o excesso de burocracia e a lentidão na atuação em desacordo com a rápida dinâmica do mercado acabaram por não gerar incremento de eficiência, nem ganhos significativos, restando mais uma crise econômica, principalmente nas décadas de 1970 e 1980. Tal situação coloca em xeque essa forma de atuação estatal e gera novas reflexões sobre o Direito Administrativo.

Diante da incapacidade do liberalismo em gerar crescimento econômico e controle saudável do mercado, e do Estado de bem-estar social de responder rápida e eficazmente às demandas sociais e econômicas, o princípio da subsidiariedade surge como um caminho viável a balizar a atuação estatal e a reger a

vida em sociedade.

Célia Cunha Mello, em seu estudo sobre o fomento da administração pública, traça um resumo adequado para explicar o novo modelo estatal fundado no citado princípio da subsidiariedade. A autora ressalta a importância da racionalização da interferência do Estado na economia como um caminho do meio em que o norte que deve reger a intervenção do Estado na economia é o da subsidiariedade. O Estado deve se preocupar em não limitar a atuação dos agentes privados, garantindo-lhes a máxima liberdade que encontrará limite nos ditames legais, bem como “incitar, sustentar e finalmente suprir, quando necessário, os atores insuficientes” (MELLO, 2003, p. 8 e 9). Vale a transcrição do breve resumo apresentado pela autora:

A racionalização da interferência estatal no processo econômico mostra-se, destarte, imperiosa e urgente. Contudo, o retorno aos princípios liberalistas experimentados no século XIX não acenam uma solução adequada para o problema. Entre os extremos do Estado liberal e do Estado intervencionista ou providencial, que, de resto, nunca se concretizaram na sua forma pura, é que se deve posicionar um novo modelo estatal, sugerindo a incidência do princípio da subsidiariedade. (...)

A tarefa reservada a esse novo modelo estatal consiste em eliminar certas funções cumpridas pelo Estado-providência, sem retornar à época romântica do Estado Liberal.

Surge, então, o Estado-Subsidiário, como síntese dos modelos que o antecederam.

Esse novo modelo, na lição de Giandomenico Majone, envolve, na medida em que prima por uma atuação de forma mais pontual, uma nova regulação, mais pragmática que vai tomando relevância cada vez mais crescente, ao lado do apreço à liberdade de iniciativa. A título de exemplo, o autor cita que a privatização de serviços de utilidade pública é, em geral, seguida por uma política de regulação de preços (MAJONE, 2017, p. 57), a demonstrar como se dá esse novo modo de agir.

Assim, como decorrência do próprio princípio que o rege, a questão que se coloca para a nova forma de atuar estatal se refere aos limites impostos ao Estado, ou seja, até onde é dado

ao Estado intervir na economia? Ou, ainda, quais são as suas funções? Essas são algumas das perguntas que se busca responder sob essa nova ótica de estudo do Estado e do Direito Administrativo, sem perder de vista a noção básica de intervenção na ordem econômica de forma subsidiária.

No Brasil, pode-se dizer que a Constituição de 1988 consagra tal direcionamento dos limites do Estado quando, no artigo 173, estabelece que “a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos de segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”<sup>1</sup>. Também o artigo 174 corrobora os limites da intervenção na economia ao ditar que, “como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento (...).”<sup>2</sup>

Inserido na atuação do Estado de forma subsidiária está, portanto, o Estado Regulador<sup>3</sup>, um Estado que reconhece que a

---

<sup>1</sup> BRASIL, Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Capítulo I - Dos Princípios Gerais da Atividade Econômica, Art. 173. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em 09 de julho de 2019.

<sup>2</sup> BRASIL, Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Capítulo I - Dos Princípios Gerais da Atividade Econômica, Art. 174. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em 09 de julho de 2019.

<sup>3</sup> Como leciona Sérgio Guerra, nos Estados Unidos fala-se em estado administrativo, na medida em que naquele país o desenvolvimento do Estado, atrelado aos processos de industrialização e de solução de crises como a queda da bolsa de Nova York, mostra que a lógica de separação de poderes com competências e atribuições previamente definidas e engessadas foi superadapor uma atuação mais ampla do Executivo, com competência para editar normativos que sejam necessários para o exercício pleno, com foco na eficiência técnica, de suas atribuições. A criação de agências reguladoras é um exemplo pertinente que demonstra o que seria uma nova função do Estado, que assume um caráter complementar aos poderes clássicos já consolidados. Com efeito, ao fazer uma comparação com o desenvolvimento do Estado Administrativo norte-americano e o modelo brasileiro, o autor esclarece que “o modelo de estado administrativo surgiu pela inadequação da forma tripartite clássica de exercício do poder do Estado (Legislativo, Executivo e Judiciário), para lidar com os complexos problemas modernos, a exemplo, como visto, do sistema de *trusts*.” (GUERRA, Sérgio. Separação de Poderes, Executivo Unitário e Estado Administrativo no Brasil. In Revista

intervenção direta na economia não é o seu papel primordial, mas a regulação das atividades privadas, da livre iniciativa, essa, sim, lhe cabe.

É cediço que, deixada a seu livre proceder, a iniciativa privada pode acabar por, em atenção à sua missão de lucro, deixar de atender, por exemplo, para a concorrência ou direitos do consumidor ou o respeito aos direitos de acionistas minoritários (quando se fala em mercado de capitais). Um Estado que, em sua missão de gerir a vida em sociedade, busca a regulação como meio de controlar, sem tomar para si as atividades privadas e a livre iniciativa. A criação de agências reguladoras e o respeito à independência técnica e às atribuições específicas estão intrinsecamente vinculados à nova concepção<sup>4</sup>.

O Estado Regulador demonstra a necessidade de adequação da burocracia e dos poderes estatais à evolução das relações sociais e mercadológicas. Na pós-modernidade, caracterizada pela fluidez das relações entre os indivíduos, pelo avanço das tecnologias, pela diversidade de classes e, portanto, de interesses a serem tutelados, pela rapidez das mudanças, inclusive disruptivas<sup>5</sup>, o clássico modelo tripartite de separação dos poderes não responde de forma eficiente às demandas sociais e econômicas de maximização de riquezas e geração de bem-estar.

Ao discorrer sobre o nascimento desse Estado Regulador, Sérgio Guerra narra que são diferentes as correntes que o justificam, seja sob a ótica de serviços públicos delegados ao setor privado, seja sob a ótica de dirigir comportamento, seja,

---

Estudos Institucionais, Vol. 3, 1, 2017, p. 136)

<sup>4</sup> Não se trata aqui de uma visão ingênua do Estado Regulador, desconsiderando os problemas que ele enfrenta como a possível captura das agências por interesses políticos e de setores específicos ou os excessos praticados por órgãos controladores em sua atuação, extrapolando suas capacidades institucionais. Trata-se de, nesse momento do artigo, descrever o tipo ideal e as principais características do moderno Estado Regulador.

<sup>5</sup> Veja-se o caso do transporte privado por aplicativos como o Uber, que modificou significativamente o acesso à locomoção por transporte privado até então dominado pelos táxis, modelo de permissões concedidas pela Administração Pública.

ainda, com foco na satisfação e proteção de direitos individuais por meio de educação, emprego, moradia, tratamento médico (GUERRA, 2017, p. 105). Por um lado ou por outro, tem-se que “hoje se demanda um disciplinamento da atividade política e econômica, permitindo a satisfação do interesse coletivo que as anima, compatibilizando-o com interesses de natureza individual e pública com base em um princípio de proporcionalidade” (GUERRA, 2017, p. 110).

Feita essa breve exposição acerca do nascimento desse novo atuar do Estado, cabe definir o que caracteriza a regulação propriamente dita. Para fins deste artigo, utiliza-se o conceito de regulação<sup>6</sup> de Carlos Ari Sundfed, para quem não há um conceito jurídico exato, mas, sim, contornos ainda incertos sobre a regulação. Nesse sentido, o autor assim esclarece:

Mas, em geral, no âmbito jurídico, essa expressão tem servido para designar o conjunto de intervenções estatais, principalmente sobre os agentes econômicos, e, portanto, o conjunto de condicionamentos jurídicos a que essas intervenções se sujeitam e de mecanismos jurídicos que essas intervenções geram. (SUNDFELD, 2014, p. 99)

Esclarecido o que é o Estado Regulador<sup>7</sup>, passa-se a um breve resumo de suas principais atividades, quais sejam, a prestação de serviços públicos, a intervenção direta da economia, o exercício do poder de polícia e o fomento.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Vale citar aqui a lição de Alexandre Santos Aragão acerca dos conceitos. Em seu livro sobre serviços públicos o autor destaca que “não há classificação ou conceito que por essência seja correto ou errado, mas sim mais ou menos adequado às finalidades metodológicas perseguidas.” (ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Direito dos serviços públicos*. 4ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 128.)

<sup>7</sup> Vale citar também a diferenciação feita por Paulo Todescan Lessa, para quem há regulação sob uma perspectiva jurídica caracterizada pela função normativa; sob a perspectiva econômica entendida como técnicas administrativas de correção de falhas de mercado e de estabilização e desenvolvimento econômico; e sob uma perspectiva política, “no plano do debate sobre liberalismo e democracia” e no plano do debate sobre teoria de incentivos e ações de grupos de interesse. (MATOS, Paulo Todescan Lessa. *O novo estado regulador no Brasil: eficiência e legitimidade*. São Paulo: Singular, 2006, p. 2-11)

<sup>8</sup> A análise mais detida, como já dito na Introdução, será feita em relação ao fomento,

Os serviços públicos são aqueles em que o Estado age, seja diretamente, citando-se o serviço de saúde prestado pelos hospitais e clínicas públicas, ou o serviço de educação prestado pelas escolas públicas; seja indiretamente por meio de concessões, autorizações e permissões<sup>9</sup>, a título de exemplo, pode-se dizer as concessões de transporte público, de geração, distribuição e transmissão de energia, e a gestão aeroportuária. Alexandre Aragão conceitua os serviços públicos no bojo do Estado Regulador da seguinte forma:

O mesmo não se dá com os serviços públicos, atividades econômicas *lato sensu*, que não tem insita em si a integração à esfera pública ou privada, ou seja, são atividades que, ontologicamente, poderiam pertencer a uma ou outra esfera, mas que o Constituinte ou o Legislador, em função de uma avaliação do interesse da coletividade em determinado momento histórico, entendeu que o Estado deveria, para cumprir as suas funções constitucionais de proteção aos liames sociais, tomar a atividade como sua. (ARAGÃO, 2017, p. 112)

Já a intervenção direta na economia se dá, principalmente, por meio das empresas estatais e sociedades de economia mista, sendo as empresas estatais aquelas cujo capital social é integralmente de titularidade do Poder Público e as sociedades de economia mista aquelas em que há divisão do capital social entre a iniciativa privada e o Estado, mantendo-se o controle em mãos da Administração Pública. É a atuação do Estado no limite ditado pelo já citado artigo 173 da Constituição, e que ocorre de forma complementar à iniciativa privada, sem, contudo,

---

de modo que neste trabalho é traçada apenas para fins didáticos uma breve conceituação das demais atividades, sem perder de vista que cada uma delas é alvo de intensos debates e englobam diversas teorias que não serão apresentadas por ultrapassarem o escopo do artigo.

<sup>9</sup> Não se desconhece o debate acerca das atividades privadas regulamentadas, prestadas pela iniciativa privada e que, por possuírem relevância pública, sofrem forte regulamentação. É cediço que todas as atividades privadas, afetam (ou afeitas? Se for o verbo, teria que cortar a vírgula antes), portanto, à livre iniciativa, sofrem de alguma forma regulamentação estatal no âmbito do exercício do poder de polícia. No entanto, determinadas atividades, por serem atinentes a interesses públicos relevantes, impõem maior interferência regulatória.

substituí-la. Nesse sentido, por exemplo, José Vicente dos Santos de Mendonça fala em intervenção concorrencial, que acontece quando o Estado assume a mesma qualidade de outros agentes privados, e intervenção monopolística, quando se verifica a intervenção por meio de monopólios públicos (MENDONÇA, 2018, p. 179). Também, Eros Roberto Grau trata do tema da intervenção direta do Estado na economia anunciando que o artigo 173 supramencionado denota atividade econômica em sentido estrito, na qual o Estado atua como agente econômico em área da titularidade do setor privado (GRAU, 2018, p. 99-100).

O poder de polícia, por sua vez, se caracteriza pela atuação do Estado como ente responsável não apenas pela regulação, mas também pela sanção. Sem desconsiderar toda a complexidade que envolve a discussão acerca do poder de polícia, resume-se aqui esse poder de polícia como sendo, segundo Odete Medauar (2017, p. 278), a atuação do Estado de forma a limitar os direitos dos particulares, seja por meio da vedação à prática de determinados atos, seja por meio de obrigações, de modo a conciliar os direitos individuais aos interesses coletivos e à vida social. Ainda, na lição da autora supramencionada, “trata-se do tema que mais diretamente se insere na encruzilhada autoridade-liberdade, Estado-indivíduo, que permeia o direito administrativo e o direito público, revelando-se, pois, muito sensível à índole do Estado e às características históricas, políticas e econômicas dos países” (MEDAUAR, 2014, p. 13).

Finalmente, o fomento é mais uma das faces da atuação da Administração Pública no seio do Estado Regulador. É a atividade destinada a estimular, a incitar, a induzir o particular a praticar determinada atividade que atenda ao interesse coletivo. Por ser o objeto deste trabalho, essa função específica será melhor detalhada a seguir.

A partir do exposto, é possível concluir que a atuação da Administração Pública passou por grandes transformações ao longo do tempo, as quais buscaram adequar o Estado ao seu papel

na sociedade que, por sua vez, está em constante evolução e transformação. Nesse contexto, o Estado de Direito nascido sob a égide da separação dos poderes evolui para um cenário atual em que se fala em funções e não mais em poderes estatais. O modelo piramidal e hierarquizado tradicional é substituído por uma nova forma de ver o mundo, em que o Estado tem papel subsidiário e complementar, em que as parcerias dão lugar à antiga hierarquia, estando Estado e agentes privados lado a lado, em grande parte das vezes, em prol do desenvolvimento econômico-social. Bruce Ackerman, atento à complexidade que domina as atuais sociedades, afirma que é preciso dar um adeus a Montesquieu - o filósofo francês do século XVIII que preconizou em seu livro *O Espírito das Leis* a separação dos poderes estatais em Legislativo, Executivo e Judiciário – para que se possa aceitar as novas modalidades institucionais que surgem no mundo contemporâneo e que não se enquadram perfeitamente na tríade conhecida de legislar, executar e julgar. E, como destaca o autor, são as novas formas que tendem a desempenhar um papel cada vez mais relevante na atualidade (ACKERMAN, 2012, p. 15 e 19).

É partindo dessa premissa de que, nos dias atuais, o estudo da atuação estatal precisa superar antigas construções engessadas e levar em conta a relevância das parcerias entre privado e público é que se pretende fazer uma análise do fomento público, utilizando-se as debêntures de infraestrutura como exemplo de tal atividade.

## 2. ANÁLISE SOBRE O FOMENTO

O fomento é uma forma de intervenção do Estado na economia, mas não diretamente. É uma das suas funções que demandam a parceria com agentes privados para atingir finalidades sociais. Nesse sentido, o fomento se caracteriza por incentivos praticados pela Administração Pública para que os agentes

privados tomem para si determinadas atividades que são de interesse geral.

Se, de um lado, a iniciativa privada visa primeiramente à satisfação de suas finalidades particulares e ao lucro, e o Estado, de outro lado, tem por dever atender ao clamor social, no fomento as duas metas se encontram. O Estado estimula a iniciativa privada, mas sem assumir para si a atividade e a iniciativa privada, sem deixar de lado seus interesses, se vale de benefícios concedidos para, no curso de sua atividade-fim, acabar por promover indiretamente o interesse público. Nos dizeres de José Vicente Mendonça, o “fomento pode ser inteligente instrumento de apoio ao desenvolvimento privado em direção social e constitucionalmente desejáveis” (MENDONÇA, 2018, p. 308).

Também, Maria Hermínia Moccia destaca que o fomento “apresenta, todavia, um princípio específico, qual seja, o da repartição de riscos ou do risco compartilhado” (MOCCIA, 2002, p. 53). Ainda, Célia Cunha Mello corrobora a noção de atuação conjunta ao afirmar que, em atenção ao princípio da subsidiariedade, “o Estado tem por missão incitar, sustentar e finalmente suprir, quando necessário, os atores insuficientes” (MELLO, 2003, p. 8).

Não obstante a relevante participação dos agentes privados na prática da atividade de interesse geral, o fomento é atinente à Administração Pública. Cabe ao Estado definir as medidas que serão tomadas para atrair o investimento particular. A atividade é em si administrativa e, como tal, as medidas fomentadoras são um ônus público, os meios para incitar o privado são públicos, a tomada de decisão acerca de quais meios serão os mais aderentes ao fim esperado é pública.

Diante dessa característica, uma preocupação que se coloca é a de que o fomento não seja utilizado como troca de favores ou visando ao benefício de grupos ou pessoas específicas. A atividade não pode ser utilizada para agradar os amigos do Rei, no ditado popular, como coloca José Vicente dos Santos de

Mendonça (MENDONÇA, 2018, p. 308). Nos dias atuais, de combate à corrupção e limites à atuação do Estado, não deveria haver mais espaço para que a máquina pública seja utilizada para fins que não sejam o interesse coletivo. Marcos Juruena, corroborando esse entendimento, ao versar sobre o fomento, afirma que não cabe “a atribuição de privilégios, preferências, favores e proteções sem que amparados por um contexto maior, voltado para o bem-estar de toda a coletividade; daí serem indissociáveis o fomento do planejamento, sob pena de quebra do princípio da igualdade” (SOUTO, 2002, p. 39).

Para fins de conceituação, vale citar a lição de José Vicente dos Santos de Mendonça, que assim define o fomento:

O fomento público é o resultado de uma ponderação, entendida em sentido amplo, entre os impulsos planejadores do Estado e a proteção ao espaço privado de atuação empreendedora. O resultado é uma técnica de atuação em que o Poder Público indica, sugere ou recomenda – oferecendo, para isso, algum tipo de estímulo palpável, até porque estaríamos no terreno do não Direito se todo o seu conteúdo se resumisse a sugestões – determinada atuação ao particular, sem, contudo, torná-la obrigatória. (MENDONÇA, 2018, p.310)

Na doutrina alienígena, pode-se citar o conceito de Jordana de Pozas, segundo o qual:

A ação de fomento é um caminho do meio ente a inibição e o intervencionismo do Estado, que pretende conciliar a liberdade com o bem comum mediante a influência indireta sobre a vontade do indivíduo, para que este queira o que convém à satisfação da necessidade pública de que se trate.<sup>10</sup>

A partir dos conceitos anteriormente expostos, é possível inferir algumas características, sendo a principal o fato de as medidas fomentadoras se destinarem a agentes privados. Especificamente no que se refere ao sujeito passivo ser necessariamente privado, importa esclarecer a existência de divergência

---

<sup>10</sup> POZAS, Jordana de. Ensayo de una teoría general del fomento em el derecho administrativo. In JORDANA DE POZAS. Estudios de administración local y general: homenaje al professor Jordana de Pozas. p. 46. Disponível em <<https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2127752>>. Acesso em 22/07/2019.

doutrinária sobre a questão. José Vicente dos Santos de Mendonça, por exemplo, advoga no sentido de que fomento se insere tão somente na relação entre privado e público. Não se pode falar, portanto, em fomento na relação público e público. Se, por hipótese, fosse criado um instrumento em que a União Federal incita municípios a determinada prática, dever-se-ia falar em repasses de recursos e não em fomento (MENDONÇA, 2018, p. 316). Veja-se que o fomento almeja estimular o particular na direção do interesse coletivo. Os entes públicos, por sua vez, já estão obrigados por sua própria natureza a praticar atos que visem tutelar o interesse público.

Por outro lado, Célia Cunha Mello adota posição diversa, alinhada com Garrido Falla, entendendo que não há qualquer vedação a que um ente público possa fomentar outro ente, não havendo que se falar em exclusividade do fomento à iniciativa privada (MELLO, 2003, p. 20).

Neste artigo, adota-se a corrente de José Vicente Santos de Mendonça, para quem o fomento se destina a agentes privados e não a outros entes públicos, por compreender que os entes públicos não precisariam ser estimulados a promover atividades que geram benefícios para a coletividade, já que essa é a sua própria essência. Entendimento contrário poderia levar à interpretação no sentido de que a Administração Pública estaria autorizada a satisfazer outros interesses que não o público.

Superada essa discussão e a partir das definições expostas de fomento, pode-se concluir, valendo-se da lição de José Vicente Santos de Mendonça, que tal atividade possui algumas características principais, sendo a primeira delas a voluntariedade. O particular irá aderir ou não à medida de fomento estatal, de acordo com sua vontade, não sendo obrigado a acolher aquela medida. Importante notar que essa voluntariedade se dá em um primeiro momento, ou seja, quando o particular toma a decisão de aderir ou não ao fomento. Após a sua adesão voluntária, o particular se vincula, na forma prevista no ato normativo que

institui a medida fomentadora.

Outra característica é a discricionariedade. É dizer: a decisão acerca da concessão da medida de fomento, do setor a que está relacionada e de qual medida é a mais adequada está inserida no âmbito da discricionariedade administrativa.<sup>11</sup> Esse não é um tema avesso ao debate. Maria Hermínia Moccia cita em seu trabalho a opinião de Marcos Juruena Villela Souto na medida em que o fomento configuraria atividade vinculada,

não cabendo atribuição de privilégios, preferências, favores e proteções sem que amparados por um contexto maior, voltado para o bem-estar de toda a coletividade: daí serem indissociáveis fomento e planejamento, sob pena de quebra do princípio da igualdade. (MOCCIA, 2002, p. 67)

Nada obstante a divergência apontada, a maioria da doutrina segue entendendo o fomento como ato discricionário do administrador público.

Inserida nesse debate, uma questão que se coloca é a possibilidade de revogação da medida. Por se tratar de matéria afeta à discricionariedade administrativa, não se pode negar ao Estado a possibilidade de revogar a medida implementada, ainda mais quando se considera o caráter transitório que deve assumir o fomento. De toda sorte, apesar do entendimento de que a possibilidade de revogação da medida, em um Estado de Direito regido pelo princípio da boa-fé é preciso ter em mente a segurança jurídica e respeitar os prazos e as previsões do normativo instituidor do fomento, sujeitando-se a Administração Pública ao pagamento de eventuais perdas e danos em situações em que o particular tenha dispendido recursos para atender a uma medida de fomento que foi revogada. Exemplo citado por Maria Hermínia Moccia é o dos contratos de mútuo com condições favoráveis, como aqueles firmados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES. O contrato deverá ser

---

<sup>11</sup> Uma das críticas apontadas acerca dessa característica da discricionariedade é a dificuldade de controle judicial por se tratar de matéria afeta à políticas públicas e, portanto, a decisões discricionárias do administrador público.

cumprido, respeitando-se seu termo final e demais prazo e condições, não havendo que se falar em revogabilidade sem a imposição das sanções típicas dos contratos entre particulares (MOCCIA, 2002, p. 69).

O fomento é também seletivo na medida em que se destina a setores ou atores específicos de acordo com o interesse público que se pretende atingir. Isso não quer dizer, como esclarece José Vicente, que se trata de instrumento anti-isonômico (MENDONÇA, 2018, p. 323). Ao contrário, não se busca dar oportunidades diferentes para os particulares que estão em situação semelhante. Como já dito, o fomento não deve ser direcionado para uma pessoa ou instituição específica. O que se quer é incitar particulares que tenham interesse na prática de atividade que convenha à coletividade.

Unilateralidade<sup>12</sup> é outra característica. O fomento cabe ao Estado e somente ao Estado. Outros entes podem fiscalizar a medida, mas a decisão de concessão é unilateral do Poder Público de acordo com as prioridades ínsitas nas políticas públicas.

Também é uma atividade essencialmente transitória. A ideia do fomento é suprir atividades carentes de incentivo, mas não de maneira definitiva. O que se quer é desenvolver a atividade com a finalidade de que ela possa crescer, ser disseminada e evoluir por conta própria, sem demandar indefinidamente do auxílio estatal. Se a atividade não se torna economicamente viável com o decorrer do tempo, outras soluções devem ser buscadas que não o fomento. Um fomento definitivo enseja questionamento sobre se a Administração Pública não deveria assumir a atividade na qualidade de serviço público, ainda que sob a forma de concessão. Maria Hermínia Moccia ressalta esse

---

<sup>12</sup> O tema é objeto de divergências indicadas por José Vicente, havendo autores que o definem como contrato unilateral sob a ótica da subvenção que se assemelharia a uma doação. É o caso, por exemplo, de Nieves Borrego. Outros autores, como Santamaría Pastor, entendem que o fomento, por possuir natureza jurídica complexa, não pode ser definido como ato unilateral. (MENDONÇA. José Vicente Santos de. *Direito Constitucional Econômico*. Forum. 2ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018. p. 326 e 327)

caráter ao afirmar que “As atividades devem ser ajudadas no período exato, necessário para a viabilidade econômica da operação fomentada” (MOCCIA, 2002, p. 58). Um exemplo de exceção possível a essa característica da transitoriedade é o apoio a pequenas e médias empresas que decorre do próprio texto constitucional<sup>13</sup>. Respeitadas as exceções possíveis, certo é que “o fomento exitoso é aquele que pode ser retirado pois por meio do auxílio, a empresa ou atividade fomentada ganhou autonomia operacional e financeira conseguindo caminhar sozinha, sem ajuda estatal” (MOCCIA, 2002, p. 58).

## 2.1. FORMAS DE FOMENTO

Identificados o conceito de fomento e suas principais características, passa-se a definir as formas mais usadas pelo Estado para fomentar atividades. Essa definição não é idêntica na doutrina. Conforme destaca José Vicente, a doutrina apresenta, por um lado, meios positivos e meios negativos de fomento, sendo os positivos aqueles por meio dos quais são outorgados bens ou vantagens para o particular, ao passo que os negativos seriam apenas os negativos persuasivos por meio do qual o Poder Público desestimula certas práticas. Há, de outra feita, divisão em meios honoríficos, econômicos, jurídicos e psicológicos (MENDONÇA, 2018, p. 331 e 332).

Por razões didáticas, utiliza-se, neste artigo, a divisão em quatro tipos apresentada por José Vicente, quais sejam: (i) honoríficos; (ii) econômicos; (iii) jurídicos; e (iv) psicológicos.

Honoríficos são os prêmios e condecorações dados ao particular em razão de algum feito relevante de interesse geral. É um reconhecimento por um ato, que não caracteriza um forte incentivo por parte do Estado e por isso não é um meio dos mais

---

<sup>13</sup> BRASIL, Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Capítulo I - Dos Princípios Gerais da Atividade Econômica, Art. 179. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em 09 de julho de 2019.

relevantes.

São jurídicos aqueles que decorrem de imposições normativas, tais como “imposição de consumo de produtos fabricados num local, contratação forçada de categoria de empregados, situações de monopólio ou de restrições de concorrência, imposição de contratação de conteúdo local (...)” (MENDONÇA, 2018, p. 332).

Os meios psicológicos têm como exemplo as propagandas que buscam induzir certos tipos de comportamento.

Os meios econômicos são os mais comumente utilizados, dentro dos quais estão inseridas as debêntures de infraestrutura. São meios que implicam o desembolso de recursos, seja pelo efetivo desembolso, seja quando a Administração Pública abre mão de receita. Nesse sentido, o fomento pode se dar pela disponibilização de bens em favor do administrado, ou por incentivos fiscais por meio das isenções e imunidades tributárias ou mesmo regimes especiais de pagamento do tributo e reduções de alíquota. Veja a opinião de Célia Cunha Mello, que afirma que os incentivos fiscais podem ser importantes instrumentos para persuadir as pessoas a executarem determinadas atividades que gerem o retorno socioeconômico almejado pelo Estado (MELLO, 2003, p. 108).

Corroborando o entendimento de Maria Hermínia Moccia, para quem as isenções tributárias estão inseridas dentre as mais importantes intervenções de fomento, na medida em que se valem do estímulo tributário para estimular e direcionar, no âmbito do panorama econômico, certos atos dos particulares (MOCCIA, 2002, p. 82).

Pode ocorrer também com a concessão de linhas de crédito em condições mais vantajosas para determinados setores a serem desenvolvidos ou, por fim, por meio das subvenções, entendidas como o dispêndio de recursos pelo Poder Público, a fundo perdido, destinado a determinada atividade específica. Maria Hermínia Moccia define três características principais das

subvenções: caráter não devolutivo, ou seja, o montante dispendido não precisa ser devolvido, a princípio; caráter condicional, no sentido de que devem ser cumpridas as condicionantes impostas, sob pena de ser necessária a devolução dos recursos; e caráter finalista, significando que a subvenção deve estar vinculada e cumprir aquela finalidade específica para a qual foi concedida (MOCCIA, 2002, p. 80).

## 2.2. FOMENTO DAS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA

As debêntures de infraestrutura objeto deste artigo se enquadram na classificação de fomento econômico por meio fiscal, uma vez que versam sobre benefício fiscal concedido pela União Federal no âmbito da Lei 12.431/11<sup>14</sup>.

A atividade de fomento se mostra alinhada a uma forma de atuar estatal em parceria com a iniciativa privada, ampliando as possibilidades de satisfação dos interesses públicos e, por consequência, da coletividade, além de ser prática que se coaduna com a subsidiariedade da atuação estatal. Apesar dessas vantagens, há algumas preocupações e pontos de atenção relacionados ao fomento que não podem ser deixados de lado. Um desses riscos é a sua caracterização como mera troca de favores em detrimento do interesse coletivo, como uma decisão arbitrária da Administração Pública. Daí a importância de justificação

---

<sup>14</sup> José Vicente de Mendonça adota corrente no sentido de que os meios fiscais se caracterizam por serem uma política econômica e não medida de fomento. (MENDONÇA. José Vicente Santos de. *Direito Constitucional Econômico*. Forum. 2ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018. p. 335). No entanto, trata-se de entendimento minoritário, o qual não é adotado neste artigo por se entender que os meios fiscais, tais como isenções tributárias e redução de alíquotas, são eficazes na promoção do interesse público em parceria com agentes privados. O exemplo das debêntures de infraestrutura que visam incitar o crescimento do mercado privado de financiamento de longo prazo se coaduna com a noção clássica de fomento já explicitada no decorrer do trabalho, bem como com o princípio da subsidiariedade da atuação estatal, a demonstrar que a razão assiste a doutrina majoritária sobre o tema.

adequada da seletividade do setor a ser fomentado, principalmente com a definição de políticas públicas que deixem claro as prioridades do Estado e os meios que serão utilizados para se alcançar os fins.

Nesse passo, o planejamento assume papel relevante. Ainda que não vincule o administrado, o planejamento vincula o Administrador Público, além de ser um facilitador para que os órgãos de controle externo possam exercer seu papel. O planejamento, ao direcionar as prioridades administrativas públicas, reduz o espaço da discricionariedade e, portanto, do mau uso.

Feito esse breve resumo sobre as principais questões doutrinárias envolvendo o fomento, passa-se à análise das debêntures de infraestrutura, caracterizadas como um exemplo típico de fomento econômico, por meio da concessão de benefício fiscal.

### 3. AS DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA: UM EXEMPLO DE ATUAÇÃO FOMENTADORA

O setor de infraestrutura é estratégico para o desenvolvimento socioeconômico de qualquer nação. A infraestrutura é um conjunto de bens e serviços que servem de apoio para que outras atividades econômicas possam ser desenvolvidas. Incluem-se no âmbito desse setor atividades como transporte, energia, telecomunicações e logística. Tome-se como exemplo o setor de energia elétrica, dividido em geração, transmissão e distribuição de energia, sem o qual é dificultada a realização de tarefas desde as mais simples relacionadas à vida cotidiana dos indivíduos até as mais complexas atividades industriais e de inovação. Sobre o conceito de infraestrutura, utiliza-se aqui aquele apresentado pelo Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas – IPEA, citando abordagem apresentada pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID, para o qual a infraestrutura, de modo geral, é um conjunto estrutural que serve de apoio para a prestação

dos mais variados serviços e atividades:

Embora a infraestrutura tenha sido conceituada por diversos estudiosos do tema, aquela que melhor reflete a presente abordagem é a sugerida pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), segundo o qual se pode definir infraestrutura como “o conjunto de estruturas de engenharia e instalações – geralmente de longa vida útil – que constituem a base sobre a qual são prestados os serviços considerados necessários para o desenvolvimento produtivo, político, social e pessoal. (BID, 2000 *apud* CEPAL, 2009)<sup>15</sup>.

Apesar da relevância da infraestrutura, no Brasil o setor é defasado e ainda carente de investimentos. A organização Global Infrastructure Hub<sup>16</sup>, dedicada à análise da infraestrutura tanto nos mercados desenvolvidos como nos emergentes, aponta uma lacuna de investimentos em infraestrutura no Brasil que chega a alcançar, aproximadamente, 1,2 trilhão de dólares<sup>17</sup>. Em 2019, o Brasil ocupa o 59º lugar do ranking mundial de competitividade elaborado pelo IMD World Competitiveness Center<sup>18</sup>, instituto dedicado ao estudo da competitividade em âmbito mundial. O estudo conta com 63 países em seu ranking, o que demonstra que o Brasil ocupa uma das 5 últimas posições.

Os indicativos citados servem para demonstrar a relevância da elaboração de políticas públicas que objetivem reduzir o grande vácuo de desenvolvimento da infraestrutura nacional.

Em 2010, quando estava em debate a criação de um modelo de financiamento de longo prazo que acabou por culminar no fomento por meio do benefício fiscal concedido às debêntures de infraestrutura, o IPEA elaborou um estudo de diagnósticos

---

<sup>15</sup> Infraestrutura Econômica no Brasil: Diagnósticos e Perspectivas para 2025. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília: Ipea, 2010, p. 16.

<sup>16</sup> A organização busca colaborar com governos, setor privado e bancos de desenvolvimento, dentre outras organizações internacionais para identificar e desenvolver projetos de infraestrutura.

<sup>17</sup> Conforme consulta ao sítio eletrônico: <<https://www.github.org/countries/brazil/>>. Acesso em 09/07/2019.

<sup>18</sup> Conforme consulta ao sítio eletrônico <<https://www.imd.org/wcc/world-competitiveness-center-rankings/world-competitiveness-ranking-2019/>>. Acesso em 09/07/2019.

e perspectiva da infraestrutura econômica no Brasil para 2025, no qual destaca que a eficiência na prestação de serviços dessa natureza condiciona a produtividade e a competitividade do sistema econômico como um todo, além de gerar bem-estar social. Destaca-se, nesse sentido, o trecho a seguir:

Não resta dúvida de que a oferta eficiente de serviços públicos de infraestrutura é um dos aspectos mais importantes das políticas de desenvolvimento econômico e social. A prestação eficiente de tais serviços condiciona significativamente a produtividade e a competitividade do sistema econômico, ao mesmo tempo em que melhora o bem-estar social. Portanto, uma adequada disponibilidade de infraestrutura e de seus serviços correlatos é condição indispensável para que o país possa desenvolver vantagens competitivas, alcançando maior grau de especialização produtiva. Os investimentos em infraestrutura elevam a competitividade sistêmica da economia, melhorando as condições de transportes, de comunicação e de fornecimento de energia. Além disso, tais inversões promovem efeitos multiplicadores e dinamizadores nos demais setores, induzindo a outros investimentos.<sup>19</sup>

Vê-se que o Brasil ainda possui espaço para crescimento de sua infraestrutura, cujos projetos são, em sua maioria, objeto de financiamentos pelos bancos públicos, em especial o BNDES. Os bancos públicos, indubitavelmente, são um importante instrumento de fomento a serviço do Estado, atuando principalmente via fomento creditício, o qual se dá por meio de linhas de financiamento em condições vantajosas. Mas a concentração de riscos de longo prazo nesses bancos não é a configuração mais adequada para a economia nacional.

Com efeito, a exposição de motivos da Medida Provisória 517, de 30/12/2010, posteriormente convertida na Lei 12.431/11, destaca a premência de se construir no Brasil um mercado privado de financiamento de longo prazo. A medida provisória em questão elenca os desafios para o crescimento econômico brasileiro, entre os quais está o fato de que, para permitir

---

<sup>19</sup> Infraestrutura Econômica no Brasil: Diagnósticos e Perspectivas para 2025. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília: IPEA, 2010, p. 16.

um crescimento econômico sustentável, é preciso criar novas bases de financiamento e construir um mercado privado que garanta recursos para projetos que demandam maior maturação. É ponderado, ainda, que “o Governo e os bancos públicos, principalmente o BNDES, não podem continuar como promotores quase exclusivos de tais recursos vis-à-vis o risco de minarmos nossa capacidade de sustentação do crescimento.”<sup>20</sup> A exposição de motivos traz também dados da época esclarecendo que “quase noventa por cento da carteira de créditos superior a cinco anos tem como lastro linhas oriundas de bancos públicos, sendo que só o BNDES é responsável por quase 62% dessa carteira”.<sup>21</sup>

O diagnóstico levantado pela exposição de motivos em questão fala ainda do uso do mercado de capitais, que poderia atuar como uma fonte de recursos complementar aos financiamentos a projetos de infraestrutura e que, à época, não representava uma captação significativa, “girando em torno de 2,5% (dois inteiros e cinco décimos por cento) a três por cento do Produto Interno Bruto - PIB, e com um mercado de títulos de dívida eminentemente concentrado em operações de curto e médio prazo”.<sup>22</sup>

Em resumo, a conclusão apresentada é no sentido da premissa de que sejam adotadas medidas que incentivem a criação de um mercado privado de financiamento de longo prazo.

Nessas circunstâncias, a Lei 12.431/11 instituiu o benefício fiscal para investidores que adquirirem as chamadas

---

<sup>20</sup> BRASIL, EM Interministerial nº 194/2010 - MF - /MDIC/MC/MCT/MEC/MME/MP. Item 2. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm)>. Acesso em 10 de julho de 2019

<sup>21</sup> BRASIL, EM Interministerial nº 194/2010 - MF - /MDIC/MC/MCT/MEC/MME/MP. Item 4. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm)>. Acesso em 10 de julho de 2019.

<sup>22</sup> BRASIL, EM Interministerial nº 194/2010 - MF - /MDIC/MC/MCT/MEC/MME/MP. Item 5. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm)>. Acesso em 10 de julho de 2019

debêntures de infraestrutura, valendo-se de medida de fomento para criar um mercado até então inexistente por meio de instrumento de mercado de capitais: as debêntures.

As debêntures têm previsão legal no artigo 52 e seguintes da Lei 6404/76, a qual regula as sociedades anônimas. É um meio alternativo de captação da poupança popular em relação às ofertas públicas de emissão e distribuição de ações.

A forma mais comum de captação de recursos por meio de acesso à poupança popular é a emissão e negociação de ações na Bolsa de Valores, recurso possível apenas às companhias abertas. No Brasil, os altos custos relacionados à abertura de capital na Bolsa de Valores fazem com que, em geral, apenas sociedades empresárias de grande porte acessem esse mercado. Isso limita os instrumentos de captação disponíveis para sociedades de menor porte ou mesmo àquelas de grande porte, mas que possuem capital fechado.

Tavares Borba, ao dissertar sobre os aspectos econômicos das debêntures, assevera que as companhias emitem esses títulos como uma maneira de financiar os seus projetos de expansão e crescimento ou, ainda, para substituição de dívidas para melhorar sua estrutura de capital (BORBA, 2005, p. 08).

O referido autor cita também o uso das debêntures pelos fundos de investimento em renda fixa, bem como as vantagens daquelas conversíveis em ações, conforme se verifica a seguir:

As debêntures, por representarem um título de renda fixa, têm seu mercado específico, constituindo lastro relevante para a composição das reservas técnicas de fundos de pensão e seguradoras. Os fundos de investimento voltados para a renda fixa, ou mesmo os que procuram combinar renda fixa e renda variável em busca de um perfil relativamente conservador, encontram na debênture um instrumento valioso para a formação de suas carteiras.

As debêntures conversíveis, ainda pouco utilizadas no Brasil, permitem mesclar vantagens aparentemente antagônicas, viabilizando para o investidor uma aplicação que conjuga as virtudes da renda fixa com as virtudes da renda variável. Por ser assim, a debênture conversível poderá praticar taxas de juros

inferiores às que seriam adotadas no caso de debênture simples. É que a debênture conversível apresenta natureza híbrida, encontrando-se habilitada, com a valorização das ações em que pode ser convertida, a realizar ganhos de capital. (BORBA, 2005, p. 09)

Contextualizado o uso econômico desse instrumento de captação, cabe breve análise do seu conceito e natureza jurídica.

Uma emissão de debêntures em muito se assemelha a um contrato de financiamento, ou seja, a um contrato de mútuo firmado com uma instituição financeira, tanto para o financiamento de um projeto específico da sociedade empresária, como para o capital de giro necessário para fazer frente às despesas fixas e recorrentes. Isso porque, por meio da emissão do título, a companhia emissora assume uma obrigação de pagar uma remuneração para os debenturistas, no prazo e com os custos previamente estabelecidos.

No entanto, essa obrigação de pagar não necessariamente é assumida perante um único investidor. Ao contrário, é possível que diversas pessoas, físicas ou jurídicas, tenham interesse em investir nas debêntures, de modo que, diferentemente de um contrato de empréstimo firmado com uma única instituição financeira, no caso das debêntures o título pode ser pulverizado no mercado e existir mais de um debenturista, de maneira similar ao que ocorre com as ações, por exemplo.

Um conceito de debêntures amplamente difundido na doutrina é o de Tavares Borba, que assim define:

Anote-se, portanto, como elemento conceitual básico da debênture, a noção de formação de um débito, representado por títulos autônomos, emitidos em massa, destinados à negociação e circulação e, por conseguinte, aptos a proporcionar à sociedade emitente, como contrapartida, uma utilidade qualquer. (BORBA, 2005, p. 14)

No que tange à natureza jurídica desse instrumento de captação de recursos, a doutrina apresenta entendimentos divergentes: um primeiro e majoritário que defende que se trata de

um título de crédito<sup>23</sup> e um entendimento minoritário de que teriam as debêntures natureza jurídica de valor mobiliário<sup>24</sup>. Para fins deste artigo, adota-se o entendimento de que as debêntures são um valor mobiliário.

Dentre as principais características das debêntures, pode-se citar (i) a emissão pela sociedade empresária por meio de divulgação para o mercado da escritura de emissão que contém a remuneração, as garantias e os demais direitos e obrigações; (ii) cada emissão feita pode conter uma única série ou mais de uma série de debêntures. A Lei 6404/76 prevê, em seu artigo 53, que os títulos de uma mesma série devem ser iguais, possuindo, por conseguinte, as mesmas garantias, remuneração e demais direitos e obrigações; (iii) a cada debênture é conferido um valor nominal. Esse é o valor unitário e corresponde ao montante total da série, dividido pelo número de debêntures; (iv) possuem um preço de colocação que reflete a inclusão da correção monetária e dos juros devidos entre a data da emissão e a data da colocação do título para o mercado, haja vista que é comum que essas datas não sejam coincidentes; (v) a colocação no mercado se dá pelo procedimento de *Bookbuilding*, pelo qual o banco coordenador responsável pela colocação das debêntures no mercado prospecta os investidores e, após o recebimento das ordens, define

---

<sup>23</sup> A doutrina de Tavares Borba ensina que a natureza jurídica das debêntures é de título de crédito. O autor se baseia no fato de que as elas são emitidas em conjunto e em série, sendo certo que cada título individual, como dito anteriormente, pode ser adquirido por diferentes investidores, concluindo que cada debênture unitária, na medida em que representa uma obrigação a ser cumprida perante o titular do título, tem natureza de título de crédito. Não obstante esse entendimento, Borba ressalta que as debêntures não terão que observar todas as características dos títulos de crédito, tais como a cartularidade e a literalidade. (BORBA, 2005, p. 17)

<sup>24</sup> Fran Martins, por outro lado, define que a natureza jurídica da debênture é de valor mobiliário. “Caracterizadas desse modo, as debêntures serão valor (ou valores?) mobiliários representativos de um empréstimo público lançado pela sociedade, tendo a natureza de títulos de renda, com juros fixos ou variáveis, considerando-se a sociedade sempre devedora dos debenturistas pelas importâncias por eles conferidas à companhia, ao subscreverem ou adquirirem tais títulos.” (MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4ªEd. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 266.)

os limites de taxas de remuneração do título; e (vi) contam com a figura do agente fiduciário, o qual representa a comunhão de debenturistas.

A Lei 12.231/11 instituiu incentivo fiscal para os adquirentes de debêntures emitidas com a finalidade de captação de recursos para compor o *funding* de projetos de infraestrutura. A lei dispõe, dentre outras matérias, sobre a incidência do imposto de renda sobre os rendimentos auferidos por pessoas físicas ou jurídicas decorrentes de debêntures emitidas por sociedades de propósito específico, com a finalidade de captar recursos para a realização de projetos de investimento na área de infraestrutura.

A alíquota do imposto de renda incidente sobre os rendimentos auferidos pelos titulares de debêntures emitidas para a captação de recursos destinados à realização de projetos de infraestrutura foi reduzida a zero para os casos de pessoas físicas e para 15% para as pessoas jurídicas. Determina a referida legislação:

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:

I - 0% (zero por cento), quando auferidos por pessoa física; e  
II - 15% (quinze por cento), quando auferidos por pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado, pessoa jurídica isenta ou optante pelo Regime Especial Unificado de Arrecadação de Tributos e Contribuições devidos pelas Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Simples

Nacional).<sup>25</sup>

Tais debêntures devem ser objeto de distribuição pública, haja vista o interesse de criar um mercado amplo de investidores para esses títulos e serem emitidas por sociedade concessionária, permissionária ou arrendatária para captar recursos para a implementação de projetos de infraestrutura que tenham sido considerados como prioritários pelo Poder Executivo.

O caráter prioritário demonstra o exercício de atividade de controle do fomento por parte do Estado. Nesse passo, foi editado, em 11 de outubro de 2016, o Decreto 8874, que regulamenta as condições para aprovação de tais projetos de investimento, revogando o anterior Decreto 7.603, de 09 de novembro de 2011. Conforme regulamentação, o agente privado interessado em emitir as debêntures de infraestrutura deve submeter o seu projeto ao Ministério setorial competente, que, após análise, deverá emitir Portaria declarando aquele projeto específico como prioritário. Apenas a partir da edição da Portaria é que o empreendedor poderá emitir os títulos que terão seus investidores atraídos pelo benefício fiscal.

Ainda, os projetos devem visar à implantação, ampliação, manutenção ou modernização de empreendimentos de infraestrutura dos seguintes setores: logística e transporte; mobilidade urbana; energia; telecomunicações; radiodifusão; saneamento básico e irrigação.

A Portaria do Ministério setorial competente deverá também prever a forma de acompanhamento da implementação do projeto. Vale dizer acerca do controle da finalidade dos recursos que o próprio mercado acaba por também contribuir para o controle da implementação do projeto, já que é ele que irá garantir o pagamento do rendimento do título. Em se tratando de debêntures, a figura do Agente Fiduciário, responsável por tutelar os

---

<sup>25</sup> BRASIL, Lei 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. Artigo 2º. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431compilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431compilado.htm)>. Acesso em 10 de julho de 2019.

interesses da comunhão de debenturistas, assume também papel relevante no acompanhamento desses títulos. De toda sorte, a Lei 12.431 prevê a incidência de multa, a ser paga pelo emitente, de 20% do valor captado caso os recursos não sejam aportados na forma da lei.

Demonstrando o caráter transitório da política de fomento, a Lei 12.431/11 estipula que a redução da alíquota é aplicável aos títulos emitidos desde a edição da norma até 31 de dezembro de 2030.

Tem-se assim que as debêntures de infraestrutura refletem o interesse do legislador em fomentar o mercado privado de financiamento à infraestrutura e diversificação do *funding* necessário para o desenvolvimento de empreendimentos dessa natureza. A redução de alíquota de imposto de renda foi o instrumento escolhido para incitar investidores privados (o que inclui pessoas físicas, bancos e também fundos de investimentos) a voltarem sua poupança para títulos que irão servir para financiar significativos projetos estruturantes em setor que ainda possui grande espaço para crescer.

Como resultado parcial dessa política (já que ainda não foi alcançado o marco temporal final de sua incidência, quando só então será possível fazer um diagnóstico final), o Ministério da Economia, por meio de sua Secretaria de Política Econômica, divulga mensalmente um boletim informativo de tais debêntures incentivadas, visando apresentar sucintamente as principais informações relacionadas a elas. O boletim de maio de 2019<sup>26</sup> aponta que, no período de 2012 até maio de 2019, aproximadamente R\$ 59 bilhões foram emitidos em ofertas públicas de debêntures de infraestrutura, sendo o ano de 2018 o responsável pela maior quantidade de recursos, demonstrando um pico de demanda. Esse volume está distribuído em cerca de 240

---

<sup>26</sup> Disponível em <<http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas/arquivos/2019/boletim-de-debentures-maio-2019/view>>. Acesso em 22 de julho de 2019.

emissões, com maior destaque para o setor de energia. Dessas 240 emissões, 177 se referiam a projetos do setor de energia, 41 do setor de transporte, 5 do setor de telecomunicações e 5 do setor de saneamento. No setor de energia, a participação das debêntures ocupa hoje 58% do capital investido no projeto e no de transporte, 39%.

Como demonstrado no decorrer desse item, em 2011, quando foi editada a exposição de motivos da Lei 12.431/11, o cenário nacional era de concentração do financiamento de longo prazo para projetos de infraestrutura nos bancos públicos. Já o boletim de maio de 2019 divulgado pelo Ministério da Economia indica que, no setor de energia, por exemplo, as debêntures já ocupam parcela significativa do *funding* dos projetos. O sucesso ou não desse fomento apenas poderá ser medido ao final do período de sua vigência, quando se poderá auferir como o mercado irá se comportar após o fim do incentivo fiscal, porém os resultados parciais parecem apontar para um cenário otimista.

## CONCLUSÃO

A sociedade está em constante transformação, e o papel do Estado na vida social e econômica veio passando por significativas mudanças. Desde o Estado liberal até o Estado regulador, passando pelo Estado providência, o tamanho e as atribuições que cabem ao Poder Público sofreram críticas, ajustes, evolução. O Direito Administrativo, como não poderia deixar de ser, acompanhou essa linha do tempo adequando suas teorias e análises até chegar ao cenário atual, em que se constrói a noção de que a atuação estatal deve ser pautada pela subsidiariedade e por um importante papel de regulação.

Ao Estado é dado tutelar os interesses públicos agindo de maneira complementar à iniciativa privada, promovendo a livre iniciativa. A regulação passa ao centro da atuação do Estado, com foco na primazia técnica e nas atribuições de cada

instituição. As agências reguladoras, por exemplo, surgem dentro dessa ótica de tecnicidade e regulação. Assim como o fomento.

O fomento, ao representar uma forma indireta de intervenção do Estado na economia, toma maior importância nesse contexto ao permitir um alinhamento entre interesses privados e públicos, além de destacar a necessidade de planejamento público a vincular o Estado e permitir o controle de sua atuação.

As debêntures de infraestrutura e a criação de um mercado privado de financiamento de longo prazo destinado a projetos de infraestrutura servem para demonstrar esse papel fomentador e a sua importância para o desenvolvimento do país. Por meio de benefício fiscal, foi promovido um direcionamento da poupança popular para investimentos que podem ser rentáveis para os investidores interessados, ao mesmo tempo em que contribuem para a captação de recursos por parte de sociedades que irão implementar projetos destinados a desenvolver a infraestrutura nacional e que retira dos bancos públicos o papel de serem os únicos financiadores desse setor.

Nada obstante a relevância que o fomento toma dentro do Estado Regulador, que este artigo tentou trazer à luz, a matéria ainda não ocupa lugar de destaque na doutrina e seus estudos merecem aprofundamento.



## REFERÊNCIAS

- ACKERMAN, Bruce. Good-bye Montesquieu. *Comparative Administrative Law*. Susan Rose-Ackerman e Peter L. Lindseth (org.). Edward Eugar Publishing. 2012.
- ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Direito dos serviços públicos*. 4ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

- BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*. São Paulo: Renovar, 2005.
- BRASIL, Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Acessado em 10 de julho de 2019
- BRASIL, Lei 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/L12431compilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431compilado.htm). Acessado em 10 de julho de 2019.
- BRASIL, EM Interministerial nº 194/2010 - MF - /MDIC/MC/MCT/MEC/MME/MP. Item 2. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm). Acessado em 10 de julho de 2019
- CHEVALLIER, Jacques. *O estado de direito*. Tradução A. Pozzo. Belo Horizonte: Fórum, 2013.
- CHEVALLIER, Jacques. *O estado pós-moderno*. Tradução Marçal Justen Filho. Belo Horizonte: Fórum, 2009.
- GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 19ª ed. São Paulo: Malheiros, 2018.
- GUERRA, Sérgio. *Discricionariedade, Regulação e Reflexividade. Uma Nova Teoria sobre as Escolhas Administrativas*. 4ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2017.
- GUERRA, Sérgio. Separação de Poderes, Executivo Unitário e Estado Administrativo no Brasil. In Revista Estudos Institucionais, Vol. 3, 1, 2017.
- Infraestrutura Econômica no Brasil: Diagnósticos e Perspectivas para 2025. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília: IPEA, 2010
- MAJONE, Giandomenico. Do estado positivo ao estado regulador. In Regulação Econômica e Democracia: o debate europeu. 2ª ed. (Paulo Todescan Lessa Mattos – Coord.)

- São Paulo: RT, 2017.
- MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4ªed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 266
- MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *O novo estado regulador no Brasil: eficiência e legitimidade*. São Paulo: Singular, 2006.
- MEDAUAR, Odete. *O direito administrativo em evolução*. 3ª ed. Brasília: Gazeta Jurídica, 2017
- MEDAUAR, Odete; SCHIRATO, Vitor Rhein. *Poder de Polícia na atualidade*. Belo Horizonte: Fórum, 2014.
- MELLO, Célia Cunha. *O fomento da administração pública*. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.
- MENDONÇA, José Vicente Santos de. *Direito Constitucional Econômico*. Forum. 2ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018.
- MOCCIA, MARIA HERMINIA P.S. Parâmetros para a utilização do fomento público econômico: empréstimos do BNDES em condições favoráveis. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002.
- POZAS, Jordana de. Ensayo de una teoría general del fomento en el derecho administrativo. In JORDANA DE POZAS. Estudios de administración local y general: homenaje al professor Jordana de Pozas. Disponível em <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2127752>. Acessado em 22/07/2019.
- SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Direito Administrativo Regulatório*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002.
- SUNDFELD, Carlos Ari. Direito Público e Regulação no Brasil. In *Regulação no Brasil: uma visão multidisciplinar*. (Sérgio Guerra – Organizador). Rio de Janeiro: FGV, 2014.