



Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Direito
Graduação em Direito

BRUNO RODRIGUES VIEIRA

**Debêntures incentivadas de infraestrutura como ferramenta de
extrafiscalidade: as experiências da Eletrobrás e das Rodovias Tietê**

Brasília, DF

2020

BRUNO RODRIGUES VIEIRA

**Debêntures incentivadas de infraestrutura como ferramenta de extrafiscalidade:
as experiências da Eletrobrás e das Rodovias Tietê**

Monografia apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (UnB) como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Direito, elaborada sob a orientação da Professora Doutora Amanda Athayde Linhares Martins Rivera.

Brasília, DF

2020

BRUNO RODRIGUES VIEIRA

**Debêntures incentivadas de infraestrutura como ferramenta de
extrafiscalidade: as experiências da Eletrobrás e das Rodovias Tietê**

Monografia apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (UnB) como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Direito, elaborada sob a orientação da Professora Doutora Amanda Athayde Linhares Martins Rivera. Apresentada em 30 de novembro de 2020. **Banca Examinadora** constituída pelos seguintes:

Amanda Athayde Linhares Martins Rivera

(Orientadora)

Luiz Alberto Gurgel de Faria

(Membro)

Maria Cecília Dias de Andrade Santos

(Membro)

Heloisa Santos Souza

(Suplente)

AGRADECIMENTOS

Externalizar como me sinto foi, com certeza, uma das maiores lições que aprendi durante minha graduação e esse é um ótimo momento para colocar esse aprendizado em prática.

Finalmente chego ao fechamento do ciclo da graduação e não poderia estar mais feliz pelo trajeto traçado até aqui. São tantas pessoas envolvidas direta ou indiretamente na produção desse trabalho que não seria possível pormenorizar, individualmente, todos os que contribuíram para a conclusão dessa monografia.

Contudo, entendo que algumas dessas pessoas merecem destaque específico nesse momento e o registro público dos meus agradecimentos. Primeiramente agradeço aos meus pais por todo o apoio envolvido em todo meu trajeto na UnB que desencadeia nesse momento de tamanha importância. Sem meus pais não conseguiria sequer ter iniciado meus estudos nessa universidade então todos os resultados dessa vivência são consequência do apoio incondicional que sempre recebi.

A minha orientadora com quem apesar do relativo pouco tempo de convívio tive a oportunidade de ser aluno, monitor e agora orientando de graduação. Professora, sou imensamente feliz de ter sido sempre acolhido com tamanha generosidade em todas as minhas ideias e opiniões e sinto muito orgulho de poder dizer que fui orientado de uma mulher tão fantástica quanto você.

Agradecer aos amigos seria, com certeza, a parte mais extensa dos nomes a serem citados individualmente. Amigos, saibam que toda a ajuda dada contribuiu para a construção desse trabalho e a mesma receptividade que recebi nesse momento é aquela que felizmente é o fundamento do nosso relacionamento. Da ajuda para encontrar os primeiros livros digitais utilizados na escrita, as dicas de comandos de todos os softwares e ferramentas que utilizei, as revisões do texto até as conversas mais aleatórias possíveis que tivemos me permitiram concluir essa monografia então aqui vai o meu muito obrigado.

Essa base de sólida de apoio que encontro em tantos âmbitos da minha vida me mantiveram firme no objetivo de concluir esse trabalho então o meu esforço, disciplina e persistência é, em grande parte, devido a tanto amor que recebi também durante esse projeto.

RESUMO

O presente trabalho se propõe a realizar uma análise das debêntures incentivadas de infraestrutura em seu uso como norma tributária de caráter extrafiscal. Para tanto, o trabalho é dividido em três capítulos. No primeiro capítulo são abordados os aspectos teóricos e históricos das debêntures em geral, regulamentadas pela Lei das Sociedades Anônimas, e sua distinção das debêntures incentivadas de infraestrutura, cuja emissão é regida pela Lei nº 12.431/2011. O segundo capítulo estabelece diálogo entre o Direito Societário e o Direito Tributário, visando a relacionar o fenômeno da extrafiscalidade às debêntures incentivadas. Por fim, o terceiro capítulo ilustra o tema a partir de dois casos relacionados às problemáticas decorrentes da emissão de debêntures incentivadas de infraestrutura: a Eletrobrás e as Rodovias Tietê.

PALAVRAS-CHAVE: Debêntures; Debênture Incentivada; Extrafiscal; Extrafiscalidade

ABSTRACT

The present study aims to analyze infrastructure debentures with tax benefit in its use as an example of excise tax law rule. In order to do so, this academic work is divided into three chapters. The first chapter investigates the theoretical and historical aspects of debentures, as ruled by the Brazilian Companies Act (LSA), and the difference between those and the ones that have a tax benefit (excise taxation) due to the Law nº 12.431/2011. The second chapter focuses on highlighting the links between Corporate and Tax Law attempting to draw a correlation among the excise taxation phenomenon and the debentures ruled by the law nº 12.431/2011. Lastly, the third chapter illustrates the theme by reference to the problems associated with the public offering of debentures with a tax benefit made by Eletrobrás S.A and Rodovias Tietê.

KEY-WORDS: Debêntures; Extrafiscalidade; Tax Benefit

RESUMÉ

Le présent mémoire a le but d'analyser les débentures encouragées d'infrastructure dans leur utilisation comme règle fiscale extra-fiscale. Par conséquent, le travail est divisé en trois chapitres. Le premier chapitre traite des aspects théoriques et historiques des débentures en général, régis par la loi brésilienne des sociétés, et leur distinction par rapport aux débentures encouragées d'infrastructure, qui sont régies par la loi n. 12.431/2011. Le deuxième chapitre instaure un dialogue entre le droit des sociétés et le droit fiscal, visant à relier le phénomène de l'extrafiscalité aux débentures encouragées. Pour conclure, le troisième chapitre illustre le thème à partir de deux cas liés à question des débentures encouragées d'infrastructure : Les cas d'eletrabrás et celui de Rodovias Tietê.

MOTS-CLÉS : Debéntures; Extrafiscalité; Debéntures encouragées.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1– Linha do tempo autoral com o histórico das previsões normativas sobre debêntures no Brasil	16
Figura 2 – Perfil dos Subscritores de Debêntures (CVM, s.D)	33

SUMÁRIO

Introdução	11
Capítulo I – Do surgimento das debêntures no Direito Comercial à criação da modalidade incentivada	16
1.1. Breve histórico das debêntures no Direito Comercial brasileiro	16
1.2 Breves considerações sobre a natureza jurídica e a forma de comercialização das debêntures	19
1.2.1 Breves acenos sobre a natureza jurídica da debênture	19
1.2.2. Breves acenos sobre a forma de comercialização das debêntures.....	21
1.3. Breves acenos sobre as classificações e as especificações das debêntures	21
1.4 Breves acenos sobre Criação, Emissão, Subscrição, Negociação e Extinção de debêntures	23
1.5 Breve histórico do mercado de capitais brasileiro e da introdução de títulos privados incentivados como as debêntures incentivadas (debêntures de investimento e debêntures de infraestrutura)	25
1.6 Breve histórico da transição das debêntures “comuns” para debêntures incentivadas de infraestrutura	29
1.7 Do Perfil do investidor no mercado de debêntures	32
Capítulo II – Dos instrumentos de extrafiscalidade no Direito Tributário e a utilização das debêntures incentivadas de infraestrutura.....	36
2.1 Breves acenos sobre a teoria da intervenção do estado na ordem econômica	36
2.2 Breve histórico sobre as mudanças constitucionais sobre a ordem econômica no Brasil.....	38
2.3 Compreensão da tributação como forma de intervenção do Estado na economia.....	41

2.4 Breves acenos sobre problemáticas teóricas sobre a extrafiscalidade tributária.....	45
2.5 Alguns exemplos de aplicação de normas tributárias extrafiscais.....	51
2.6 Algumas possíveis facetas de extrafiscalidade das debêntures incentivadas de infraestrutura	52
Capítulo III - As experiências brasileiras em Debêntures incentivadas de infraestrutura como instrumento de extrafiscalidade.....	57
3.1 O caso da emissão das debêntures incentivadas de infraestrutura da Eletrobrás.....	57
3.2 O caso das debêntures incentivadas de infraestrutura da concessionária Rodovias Tietê - RDVT11	61
Conclusão	65
Referências Bibliográficas.....	69

Introdução

O surgimento das Sociedades Anônimas (S/A) é um fenômeno de grande relevância para o desenvolvimento das atividades comerciais no século XV (FORGIONI, 2009). Avançando no tempo e trazendo a análise pretendida para o contexto brasileiro, destacamos a consagração definitiva das S/A's ou companhias, ainda no século XIX, em 1850, com a edição do Código Comercial. Desde sua introdução no ordenamento jurídico pátrio, as companhias eram uma forma de captar recursos financeiros pulverizados para a realização de objetivos privados da parte gestora, proporcionando a divisão de lucros entre todos os envolvidos (ASCARELI, 1996).

Com o passar dos anos, as S/A's foram evoluindo de acordo com as necessidades da ordem capitalista, tendo havido a correspondente alteração legislativa: em 1976 foi promulgada a Lei nº 6.404, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas (LSA), ainda vigente após alterações. O aumento das necessidades decorrentes da expansão do capitalismo ao longo dos anos demandou habilidade das companhias em expandir sua capacidade produtiva (FORGIONI, 2009).

O Art. 52 da LSA prevê a possibilidade da emissão de debêntures, títulos de dívida que conferem ao seu titular um direito de crédito contra a companhia emissora nas condições estipuladas na emissão do certificado do título, com a finalidade de permitir a maior capitalização da S/A por meio do aporte de recursos financeiros, mantendo intacto o capital social.

A debênture é um instrumento com função econômica dentro da companhia, porém, na visão da teoria institucionalista do interesse social da empresa¹, fica clara a existência da função social desse título. Nessa visão, a empresa é compreendida como uma entidade de relevância pública, de maneira que não é possível ignorar sua inserção na sociedade, sobretudo a forte relação existente perante ao fisco, uma vez que o Brasil opera sob a égide do paradigma do estado democrático de direito pós-tributação.

Assim, fica evidente a relevância da compreensão das debêntures para além do simples interesse societário, na persecução de seus objetivos privados, como também

¹ Essa vertente entende que o interesse social é superior ao dos sócios de uma sociedade empresária. Nessa linha, são levadas em consideração as vontades de todas as partes que se relacionam com a empresa, como o Estado, clientes e empregados, na determinação daquilo considerado como objetivo que norteia o exercício da empresa. A teoria tem como expoente o jurista alemão Walther Rathenau e, no contexto brasileiro, destaco a doutrina de Sheila Cerezetti, Emanuelle Maffioletti, Comparato, Salomão Filho e Valladão.

sendo forma de interferência estatal indireta nos interesses privados com fins a resguardar o interesse coletivo (FRAZÃO, 2011). A atuação estatal em sua vertente tributária dá-se de múltiplas formas, e aqui é feita ênfase para a dimensão extrafiscal do fenômeno tributário (ADAMY, 2018), quando o fisco se preocupa para além da arrecadação de tributos na intervenção na ordem econômica.

As debêntures são títulos de inegável relevância para saúde financeira das companhias e existem em diversos tipos, motivo pelo qual é salutar empregar esforços acadêmicos para sua compreensão, sistematização e problematização. Nesse sentido, as figuras das debêntures de infraestrutura ou incentivadas - aquelas isentas de tributação, pois utilizadas para financiar gastos com infraestrutura - tocam um aspecto multipartido cuja relevância será demonstrada no desenvolver da presente pesquisa.

As debêntures são títulos de grande importância para a capitalização das sociedades anônimas e permitem o aporte de recursos financeiros sem implicar em vínculo societário entre os seus portadores e as empresas (EIZIRIK, 2015). Considerado a relevância do título, é pertinente a realização de uma investigação sobre a temática. O material bibliográfico consultado para a produção do presente trabalho até o presente momento é, por regra, descritivo, sendo de extrema relevância a problematização do assunto, sobretudo a partir de uma perspectiva jurídica.

A pesquisa busca enfatizar a figura das debêntures incentivadas de infraestrutura, ou seja, aquelas cuja tributação referente ao Imposto de Renda (IR) é zerada quando adquiridas por pessoas físicas, sendo esta, por sua vez, reduzida quando subscrita a uma Pessoa Jurídica (AMARAL, 2014). Nesse sentido, é sugerida uma análise sobre tais títulos ao buscar compreendê-los por si só, e, no tocante à sua tributação enquanto ferramenta de extrafiscalidade. Deste modo, propõe-se a análise das debêntures por meio de uma perspectiva multidisciplinar, adotando-se, principalmente, contribuições do Direito Societário e do Direito Tributário.

A problemática de pesquisa é resumida na seguinte pergunta: A jurisprudência pátria, sobretudo no âmbito do Superior Tribunal de Justiça (STJ) e Supremo Tribunal Federal (STF), sobre debêntures incentivadas de infraestrutura vai ao encontro da sua previsão normativa e doutrinária, considerando os interesses públicos e privados relacionados?

A partir desses questionamentos, surgem os seguintes: a previsão normativa e doutrinária das debêntures incentivadas de infraestrutura corresponde com sua aplicação na atualidade? O uso desse título é visto como uma manifestação da função extrafiscal da norma tributária quando se confronta o dever ser com a sua aplicação? O uso das debêntures incentivadas de infraestrutura atende a finalidade que originou a sua emissão pelas sociedades empresárias e o objetivo dos debenturistas? O uso das debêntures incentivadas de infraestrutura atende a finalidade que originou a sua emissão pelo Fisco?

Assim, é interessante destacar que a doutrina das debêntures selecionadas procura entender o surgimento do título em sentido amplo até a criação da modalidade incentivada analisada. A jurisprudência estudada enfatiza julgados dos Tribunais Superiores mencionados e, ainda, da Justiça Estadual paulista, considerando a relevância do caso das Rodovias do Tietê, oportunamente explorado. No tocante aos interesses públicos, ou seja, do Fisco, a pesquisa tem ênfase no respeito ao objetivo do Estado representado pela Lei nº 12.431/2011 e, em relação aos benefícios privados das sociedades empresárias emissoras e dos debenturistas, considero, respectivamente, o regular financiamento da sociedade para os seus objetivos comerciais e o lucro proveniente da empreitada.

Destaca-se que o presente trabalho não traz considerações sobre as debêntures de infraestrutura nos moldes do previsto pelo Projeto de Lei (PL) nº 2646/2020, considerando que, apesar de o título apresentar características e finalidades similares ao ora analisado, ainda se encontra em tramitação², em respeito ao regime ordinário previsto pelo Regimento Interno da Câmara dos Deputados. Nesse sentido, procurar incluir as debêntures do referido PL nessa pesquisa seria tarefa que foge ao escopo pretendido nessa oportunidade.

A hipótese inicial da pesquisa era que o título de dívida em análise atende a finalidade prevista pela lei que o criou, servindo, portanto, como fonte de financiamento para empreendimentos específicos a serem realizados por sociedades empresárias, de modo a beneficiar mutuamente os interesses privados e públicos. Preliminarmente, a resposta ao questionamento era no sentido de a lei alcançar seu objetivo, devendo ser fomentada a prática do uso da debênture incentivada de infraestrutura no país.

² Consulta realizada em 02 de dezembro de 2020 em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2252649>.

Para tanto, no primeiro capítulo será apresentado o regime legal das debêntures no Brasil. Tendo como base a revisão da literatura acerca desse tema, sobretudo num diálogo constante com Amaral (2014) e Nelson Eizirik (1995)³, apresenta-se a figura da debênture privilegiada, sua importância e o fator que a torna “incentivada”: a isenção na tributação, pois trata-se de título a ser utilizado em obras de infraestrutura.

De outro lado, cumpre destacar que em conclusão a esse capítulo demonstrou ser pertinente a realização de análise de dados quantitativos relativos ao perfil do debenturista dessa modalidade específica do título de dívida. No entanto, a falta de dados no intervalo de tempo específico, as generalizações feitas nas estatísticas coletadas e as imprecisões terminológicas da base sobre o assunto impossibilitaram, atualmente, a realização de análises quantitativas que seriam de grande relevância para o presente trabalho.

Em seguida, estabelecendo diálogo entre o Direito Societário e o Direito Tributário, no segundo capítulo é feita alusão à ideia da extrafiscalidade, buscando demonstrar que, por meio do regime tributário aplicado, pode-se entender a figura das debêntures como meio de o Fisco, no exercício de suas competências, intervir na ordem econômica.

Ainda nessa linha, o marco teórico a ser utilizado são autores clássicos de cada ramo. Em relação ao Direito Comercial, o presente estudo é embasado em autores com domínio sobre o tema das sociedades anônimas, afinal, debêntures estão diretamente relacionadas às companhias, bem como em autores que tratam de forma específica sobre este título de dívida, como Francisco José Pinheiro Guimarães, Marina Grimaldi Castro, Nelson Eirizik e Waldemar Martins Ferreira.

No âmbito do Direito Tributário, serão abordadas as ideias e contribuições de Tributaristas como Luiz Alberto Gurgel de Faria, Leandro Paulsen, Hugo de Brito Machado Segundo e Leonardo Freitas de Moraes sobre a extrafiscalidade e o uso da tributação com essa finalidade.

Por fim, no terceiro capítulo é feita uma breve imersão sobre as experiências da Eletrobrás e das Sociedade Rodovias do Tietê S/A na emissão de debêntures incentivadas

³ A escolha destes autores como principais referenciais teóricos no capítulo, para além da grande relevância acadêmica e abordagem nos moldes do recorte pretendido, é justificada pelas possibilidades de fontes as quais consegui acesso. Com auxílio das referências disponibilizadas pelo sistema RUBI/RVBI utilizado pelo sistema interno da biblioteca do Supremo Tribunal Federal (STF) obtive todos os textos digitalizados utilizados para esse capítulo. De certo existem outras fontes que enriqueceriam o diálogo, mas, considerando as limitações materiais, este foi o meio possível de realização desta investigação.

de infraestrutura. Para tanto, são utilizados os relatos e ponderações dos autores Marcelo D'Agosto (2019), Ângelo Pavini (2019), Moura e Marínez- Vargas (*s.d*) e Thales Tarré e Mirian Abe (2019). Originalmente, esse capítulo foi pensado como a parte do presente trabalho onde seriam tecidas análises exaustivas sobre a aplicação prática de todo o referencial teórico relativo à temática das debêntures no recorte proposto, bem como na temática da extrafiscalidade.

Contudo, percebeu-se, em pesquisa no STJ⁴ e no STF⁵, que não existe grande volume de casos sobre debêntures incentivadas de infraestrutura, tendo sido empregados os esforços na apresentação, da maneira mais completa possível, do contexto e dos casos disponibilizados. Como será devidamente sinalizado ao longo do texto, o que se observa, em verdade, é que o debate sobre a figura das debêntures tem potencial de desenvolvimento em vários âmbitos e áreas de conhecimento, motivo pelo qual o presente trabalho se presta, a nível subjetivo, a servir como base para futuras empreitadas acadêmicas.

⁴ Primeiramente foi realizada pesquisa com operadores lógicos booleanos (DEBENTUR* AND IN*, por exemplo) e, em seguida, feita inquirição à Seção de Informações Processuais do Tribunal da Cidadania. Nessa oportunidade, foi também sugerida a pesquisa pelo normativo (Lei n. 12.431/11.) que disciplina as debêntures incentivadas de infraestrutura.

⁵ Na Corte Suprema foi realizada pesquisa de jurisprudência com os operadores lógicos booleanos, além de “encomendada” pesquisa por meio da ferramenta disponibilizada pelo Tribunal, disponível em: <<http://stf.jus.br/portal/jurisprudenciaEmail/criarSolicitacaoEmail.asp>>. Destacamos que a pesquisa feita pela corte não retomou resultados.

Capítulo I – Do surgimento das debêntures no Direito Comercial à criação da modalidade incentivada

O presente capítulo é dividido em sete subseções, iniciando-se com um panorama do histórico das debêntures no Direito Comercial brasileiro, destacadas sua origem e mudanças ao longo do tempo. Em seguida, trata sobre a atual regulamentação do título de dívida, e aborda a discussão teórica sobre a sua natureza jurídica, suas classificações e suas especificações relativas à negociação da debênture. Em conclusão ao capítulo, as duas últimas subseções discorrem sobre o surgimento da figura da debênture incentivada.

1.1. Breve histórico das debêntures no Direito Comercial brasileiro

A transferência do governo real português para o Brasil foi fenômeno que impulsionou a indústria e o comércio locais, de sorte que nesse período foram criadas as primeiras instituições financeiras do país responsáveis pela expansão do crédito de maneira jamais vista no contexto nacional (FORGIONI, 2009). Houve inúmeros instrumentos normativos que pretendiam regulamentar as debêntures, cujas promulgações e alterações observaram a seguinte trajetória, expressa pela Figura 1:

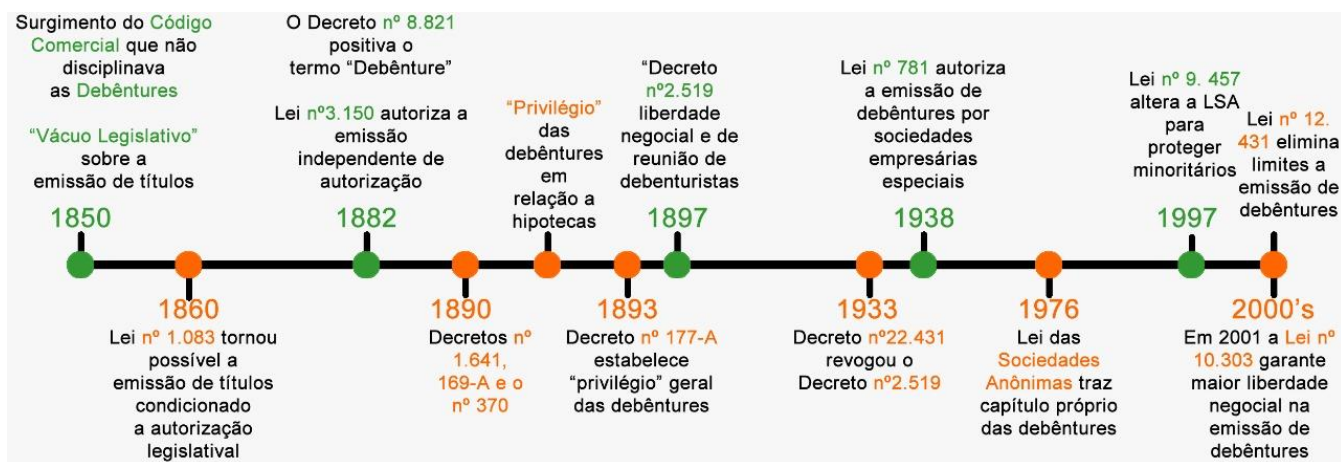


Figura 1– Linha do tempo autorial com o histórico das previsões normativas sobre debêntures no Brasil

Em 1808, com o fim da vedação à atividade fabril no Brasil, houve espaço para a circulação de capital na então colônia portuguesa. Amaral (2014) retrata que, antes da vinda da Coroa portuguesa, a única modalidade de expansão do capital em circulação era através de empréstimos públicos, única modalidade "privada" de empréstimo realizada

por meio do instituto da “confissão de dívida”, no qual o devedor tinha seu patrimônio utilizado como garantia pessoal em favor do credor.

A expansão do crédito também implicou na necessidade de sua proteção, vindo a ser objeto de tutela no Código Comercial de 1850, que, apesar de trazer disposições sobre o regime jurídico das sociedades comerciais e anônimas, não abordava a figura das debêntures naquele momento. Amaral (2014) aponta a existência de um “vácuo legislativo” no tocante à emissão de títulos por sociedades comerciais, o qual só viria a ser sanado quando disciplinado pela Lei nº 1.083, de 22 de agosto de 1860, que estabeleceu a emissão de notas, bilhetes, vales, papel ou de título algum ao portador, ou com o nome deste em branco condicionados à autorização do poder legislativo.

Esse cenário de restrição à expansão do capital social perdurou por vinte e dois anos até a edição da Lei nº 3.150 de 4 de novembro de 1882, que adotou o regime das disposições normativas para a constituição de sociedades empresárias, possibilitando a emissão de obrigações ao portador por parte das companhias. No mesmo ano, o termo debênture foi incorporado ao ordenamento jurídico brasileiro como sinônimo de obrigação, por meio do Decreto nº 8.821, de 30 de dezembro de 1882.

Em seguida, foram promulgados o Decreto nº 1.641, de 17 de janeiro de 1890, o Decreto nº 169-A, de 19 de janeiro de 1890, e o Decreto nº 370, de 02 de maio de 1890. Dentre outras previsões sobre esse título, os mencionados decretos concederam o caráter privilegiado das debêntures em relação à preferência de crédito sobre hipotecas constituídas antes da emissão do título.

Já com a promulgação do Decreto nº 177-A, de 15 de setembro de 1893, foram previstas novas regras e privilégios às debêntures, sendo destacado por Amaral (2014) a preferência dada a esse título ante “quaisquer outros títulos de dívida viessem a recair sobre os ativos ou bens da companhia emissora” (AMARAL, 2014, p. 14). Anos mais tarde, em 22 de maio de 1897, foi publicado o Decreto nº 2.519, o qual continha especificações do artigo 5º do Decreto nº 2.519/1897, estabelecendo a faculdade da sociedade emissora do título de firmar convenções com debenturistas que estivessem em conformidade com a ordem jurídica.

Como ressaltado por Amaral (2014), o Decreto nº 2.519/1897 trouxe, de maneira inédita, a possibilidade dos debenturistas se reunirem para, em conjunto, discutir os interesses dessa classe junto às companhias e também eleger um representante cuja

função era velar pelos direitos e interesses da classe. Esse instrumento normativo foi revogado pelo Decreto nº 22.431, de 06 de fevereiro de 1933, o qual, por sua vez, foi substituído pelo Decreto-Lei nº 781, de 12 de outubro de 1938, que também tinha previsões sobre a emissão debêntures por sociedades empresárias regidas por leis especiais.

Em 1976, a promulgação da atual LSA atraiu para esta lei o regramento do título de dívida ora analisado. Na atual Lei das Companhias, as debêntures têm tratamento específico no capítulo V, além de serem tratadas também em previsões esparsas ao longo da LSA, onde são estabelecidas características do título, direitos dos debenturistas, a possibilidade de o título ser convertido em ações, as espécies, as regras para criação e emissão, os requisitos para os certificados relativos as debêntures, a figura do Agente Fiduciário dos Debenturistas, a Assembleia de Debenturistas, as regras Emissão de Debêntures no Estrangeiro e disposições para extinção do título de dívida.

Com o passar dos anos, a Lei das Companhias foi alterada por outros atos normativos:

- (i) Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997 – ajustou a redação da LSA em função das proibições contidas na Lei nº 8.021, de 12 de abril de 1.99056, que eliminou a possibilidade de emissão de títulos ao portador, em que pese o objetivo primordial da lei foi introduzir maior proteção aos minoritários;
- (ii) Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 – alterou, entre outras coisas, a exigência de certificado para sua emissão, admitiu livre pactuação de referenciais para correção monetária, permitiu o pagamento do principal e acessório em bens, à escolha do debenturista, autorizou a emissão de debêntures simples pelo conselho de administração da companhia, alterou o local de inscrição da escritura de emissão (do registro de imóveis para o registro do comércio); e
- (iii) Medida Provisória 517, de 30 de dezembro de 2010, convertida na Lei 12.431, de 24 de junho de 2011 – eliminou o limite máximo de emissão de debêntures e passou a admitir a autorização do conselho de administração para emissão de debêntures conversíveis em ações, dentro do limite do capital autorizado, dentre outras alterações que serão estudadas em capítulo próprio deste trabalho (AMARAL, 2014, p. 16-17).

Ao longo dos anos, portanto, foi possível observar mudanças substanciais na LSA, alinhadas à possibilidade de aumento dos meios de financiamento da atividade econômica organizada, demonstrando a manifesta evolução das debêntures, em razão do manifesto incentivo à circulação de numerário em poder das sociedades empresárias. Destarte, frisa-se que, desde o surgimento da figura no ordenamento jurídico pátrio, houve diversos

aprimoramentos com objetivos diversos adequados ao momento histórico de sua implementação.

Primeiramente, observa-se que as inovações legais após a criação do título tinham como objetivo privilegiar a autonomia das sociedades empresárias. A partir do ponto no qual as companhias eram cada vez mais livres, as mudanças legais objetivaram absorver as demandas originárias de problemáticas decorrentes do uso da debênture. Por fim, no tocante às debêntures incentivadas de infraestrutura, salienta-se a tentativa do Fisco em compatibilizar o seu papel enquanto agente regulamentador do mercado com a livre iniciativa.

1.2 Breves considerações sobre a natureza jurídica e a forma de comercialização das debêntures

As seguintes subseções abordam, em primeiro lugar, a discussão teórica sobre a natureza jurídica da debênture. Em seguida é feita uma breve explanação dos aspectos relevantes da comercialização do título, bem como suas classificações e especificações. É feito, ainda, um recorte específico sobre o mercado de capitais brasileiro no momento da introdução dos títulos privados incentivados em sentido amplo, concluindo-se a subseção com uma análise focada na figura das debêntures incentivadas de infraestrutura.

1.2.1 Breves acenos sobre a natureza jurídica da debênture

A discussão sobre a natureza jurídica do título é analisada em profundidade por Amaral (2014). O referido autor menciona que a doutrina clássica entende que as debêntures têm como origem o contrato de mútuo firmado entre o debenturista e a companhia emissora, configurando, portanto, uma relação de débito e crédito entre as partes. Com o passar dos anos e o avanço das discussões doutrinárias, foi sendo observado que a origem das debêntures poderia ser diversa do estipulado pelo contrato de mútuo, como destacado pelo ilustre Ascarelli (1996). Este autor explica que as debêntures podem representar uma obrigação para a sociedade emissora a partir de um mútuo ou da distribuição dos títulos entre os próprios credores, sendo, na segunda hipótese, a causalidade do título o pagamento de uma dívida. Nessa situação, o título representa um meio de dação em pagamento, o qual ainda pode vir a ser utilizado como garantia de débito próprio.

Com a promulgação da LSA, a possibilidade de uma SA emitir debêntures passou a ser autorizada pelo art. 52 deste diploma legal. A literalidade do dispositivo determina ser a debênture título que confere a seu titular um “direito de crédito contra a companhia emissora, cujas condições devem ser objeto de precisa estipulação na escrita de emissão e no certificado” (EIZIRIK, 1995, p. 52).

Uma primeira leitura das previsões expressas da LSA, sobretudo o teor do mencionado art. 52, pode levar a compreensão equivocada de que a debênture seria um título de crédito⁶, compreensão essa que de fato prevaleceu por algum tempo. Todavia, muito apesar de a debênture garantir um direito de crédito ao seu portador, não se encontram presentes os demais requisitos caracterizadores dessa modalidade creditícia (BORGES *apud* AMARAL, 2014). De fato, as debêntures são consideradas como títulos de dívida (BNDES, *s.d*), pois são títulos emitidos por companhias com finalidade de arrecadação de recursos para arcar com os custos de seu próprio financiamento.

Feito esse esclarecimento, cumpre destacar que as debêntures são consideradas valores mobiliários por força da Lei nº 6.385/76, com alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/01, a qual determina a sujeição deste título de dívida ao regime legal mencionado que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e instituiu a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A classificação feita pela Lei da CVM foi fator decisivo impulsionador da consolidação do atual entendimento sobre a natureza jurídica da debênture, tendo em vista que, ante a previsão legal expressa em determinar este título como valor mobiliário, restam afastadas grandes incursões sobre a matéria. Nesse sentido, destaca Ferreira em Amaral (2014) que o fato de serem emitidas em série é a principal característica permissora de definir as debêntures como valores mobiliários, por se falar de uma relação entre emitente (companhia) e o mercado (por meio da figura de investidores que virão a ser debenturistas).

⁶ Adota-se aqui a definição de título de crédito do ilustre jurista Cesare Vivante, que conceitua título de crédito, reproduzida no Código Civil brasileiro como o “Documento necessário para o exercício do direito, literal e autônomo, nele contido.” (BRASIL, 2002).

1.2.2. Breves acenos sobre a forma de comercialização das debêntures

Apresentada a controvérsia sobre a natureza jurídica das debêntures, é relevante mencionar o *modus operandi* de sua comercialização. Primeiramente, destacamos que a LSA confere à Assembleia Geral a competência privativa para deliberar sobre a emissão do título, apesar de ser possível que o Conselho de Administração receba delegação para deliberar sobre a conveniência desta emissão.

No caso, a Assembleia aprova a emissão, em tese, fixando as características básicas das debêntures, que estão elencadas nos números I a V do art. 59 da Lei. Cabe ao Conselho decidir qual o momento mais adequado para proceder à efetiva emissão e colocação das debêntures, tendo em vista as condições do mercado.

A delegação ao Conselho de Administração, na Cia. aberta, da deliberação sobre o momento mais oportuno para proceder à efetiva criação e colocação dos papéis constitui praxe bastante comum, flexibilizando o processo decisório e permitindo à companhia escolher, com maior rapidez, qual o "timing" mais adequado para o sucesso da operação.

A possibilidade de delegação ao Conselho de Administração das deliberações acima referidas somente existe no caso de companhias abertas, sendo nula tal delegação na companhia fechada. Tratando-se de companhia aberta, a delegação é possível tanto no caso da colocação pública, realizada no mercado de capitais, como no caso da colocação privada, posto que genericamente autorizada, nos termos do § 1.º do art. 59 (EIZIRIK, 1995, p. 53).

A emissão pública de debêntures é obrigatoriamente precedida de seu registro perante a CVM, sendo considerado “em nosso sistema legal, que a transparência de informações (o "*disclosure*" do direito norte-americano) constitui a melhor forma de se prevenir abusos e fraudes que poderiam ser cometidas contra os investidores” (EIZIRIK, 1995, p. 56). Destarte, uma análise mais aprofundada sobre a circulação das debêntures fugiria do escopo de análise empreendido pelo presente estudo, motivo pelo qual o referencial teórico adotado para esta subseção trata exaustivamente de maiores considerações sobre este aspecto pragmático.

1.3. Breves acenos sobre as classificações e as especificações das debêntures

Além das especificidades relativas a sua emissão, as debêntures são dotadas de aspectos que as caracterizam com os direitos definidos pela cártula: a remuneração por meio de juros, a possibilidade de haver cláusula de correção monetária, condições de prazo, amortização, resgate e a faculdade de garantia, sendo esta utilizada como critério para distinção entre os tipos de debêntures existentes (SANTOS, 1996).

As espécies e garantias do título de dívida em questão são objeto da análise feita por Amaral (2014), que as distingue a partir das causas de extinção de cada tipo de debênture. Nessa linha é mencionada a existência das debêntures simples, ou seja, aquelas cujo objetivo é tão somente a realização de sua finalidade legal, qual seja, o aporte de capitais visando o financiamento de despesas e investimentos da companhia pelo termo estipulado em sua emissão. Em seguida, conceitua-se as debêntures conversíveis, aquelas que contêm cláusula de conversibilidade em ações, possibilitando que o debenturista, futuramente, se torne sócio da S/A.

Em terceiro lugar, Amaral (2014) menciona as debêntures perpétuas, caracterizadas pela inexistência de termo final, sujeitando o título a condições, termo aqui utilizado nos moldes do Código Civil, determinadas no momento da emissão. Para além da classificação, que tem como caráter de distinção a modalidade de extinção, também é utilizada como parâmetro a modalidade de garantia utilizada pela debênture.

Nessa linha, destacamos a imprecisão terminológica da LSA, que, ao utilizar o vocábulo “espécies” para distinguir a debêntures, faz referência à modalidade de garantia que possa vir a ser empregada pela emissão do título (AMARAL, 2014). Dentro dessa classificação, em relação às modalidades de garantias estipuladas pela lei das companhias, as debêntures serão consideradas quirografárias⁷, com garantia real⁸, com garantia flutuante⁹ e a emissão subordinada aos demais credores, conceituada como mera preferência, em relação aos acionistas da companhia, em caso de falência da sociedade emitente.

Em relação à forma, as debêntures são categorizadas como nominativas ou escriturais. As debêntures são nominativas quando estabelecem de maneira expressa em seus certificados o nome de seus titulares, de modo que sua transferência é dada por meio de registro e de substituição do nome constante no certificado pelo do novo titular. As debêntures escriturais também são nominativas, sem haver, contudo, a emissão de certificados, por serem mantidas em contas de depósito abertas em nome de seus titulares em instituição financeira escolhida pela emitente (ANDIMA, 1998).

⁷ Quando forem emitidas sem garantia.

⁸ Incluindo a hipoteca, o penhor e a alienação fiduciária (AMARAL, 2014, p. 55).

⁹ Quando essa debênture tem privilégio geral em relação aos credores quirografários da sociedade emissora.

A remuneração do título de dívida pode ser feita por meio de juros remuneratórios, prêmio de reembolso¹⁰, prêmio de continuidade ou permanência, participação nos lucros¹¹, remuneração repactuada ou programada e Deságio¹².

Como destacado em ANDIMA (1998), por ser um investimento a longo prazo, a companhia emissora determina no momento da emissão das debêntures a possibilidade de resgatar, parcial ou integralmente, os títulos da mesma série em circulação. Nesse sentido, podem ser adotados para a amortização¹³ o sistema do resgate facultativo¹⁴, resgate programado¹⁵, fundo de amortização¹⁶ e a da amortização parcelada.

1.4 Breves acenos sobre Criação, Emissão, Subscrição, Negociação e Extinção de debêntures

Amaral (2014) alega que Tavares Guerreiro e Egberto Teixeira foram vanguardistas na distinção entre as fases de criação e emissão das debêntures. Por sua vez, Eizirik (1995) destaca a existência de duas fases no negócio jurídico da debênture, ressaltando a importância de distinguir o momento da emissão e a subscrição. Diante desse contexto de especificação, demonstra ser adequado explicitar o conteúdo de cada uma destas fases além das demais que compõe, conjuntamente, o *iter* procedimental das debêntures (AMARAL, 2014).

A leitura da LSA permite entender que a criação é, por regra¹⁷, ato de competência privativa da assembleia geral. Este órgão societário deve determinar o valor da emissão

¹⁰ Remuneração adicional àquela proporcionada pela correção monetária e/ou juros remuneratórios, com vistas a adequar a rentabilidade das debentures às condições de mercado (ANDIMA, 1998, p. 27).

¹¹ Remuneração adicional, proporcional aos lucros que a emissora venha a auferir. Distingue-se das demais por conferir às debêntures características de renda variável, em contraste com o perfil de renda fixa geralmente associado ao papel. (ANDIMA, 1998, p. 27).

¹² É uma forma de remuneração não prevista em lei que caracteriza a hipótese na qual, no ato de subscrição, é oferecida pela emissora do papel um valor adicional sobre o valor nominal do título. (ANDIMA, 1998).

¹³ Amortização é o pagamento de uma dívida por meio de prestações em um prazo pré-estabelecido

¹⁴ O emissor determina a possibilidade de resgate a qualquer momento, parcial ou total, estabelecendo seus critérios (ANDIMA, 1998).

¹⁵ O emissor fixa, na escritura de emissão, as épocas e quantidades máximas de debêntures permitidas em circulação, determinando os mecanismos pelos quais será processado o resgate (ANDIMA, 1998, p. 29).

¹⁶ o emissor obriga-se a constituir um fundo de disponibilidade, de maneira a minimizar o impacto de caixa quando do vencimento das debêntures em circulação. (ANDIMA, 1998, p. 29).

¹⁷ A exemplo o §1 do art. 59 prevê a possibilidade do conselho de administração deliberar sobre a criação de debêntures não conversíveis.

ou critérios de determinação de limites, bem como se haverá divisão da emissão em séries, caso necessário. Também será definido por assembleia geral o número e o valor nominal de cada título, as modalidades de garantia, caso sejam previstas, as regras de correção monetária, caso tenham sido estipuladas, a possibilidade da conversão das debêntures em ações, bem como as regras aplicáveis à conversão, a época e as condições de vencimento, a amortização ou o resgate e, por fim, a época e as condições do pagamento de juros, a participação nos lucros e o prêmio de reembolso caso estabelecido previamente.

A fase da emissão e subscrição dão sequência ao trâmite do título antes de este ser colocado para circulação em mercado:

Divide-se a fase de emissão, por seu turno, em dois procedimentos distintos: o primeiro é o de elaboração e assinatura da escritura de emissão (existência legal do instrumento de criação das debêntures); e o segundo é o registrário, que visa dar cumprimento aos requisitos previstos no art. 62 da LSA e tem por objetivo produzir efeitos perante terceiros (potenciais subscritores do valor mobiliário, credores, etc.). A feitura da escritura de emissão deve observar o disposto no artigo 61 da LSA (AMARAL, 2014, p. 67).

Tendo sido observado o devido procedimento legal, também no que diz respeito ao registro perante a CVM, as debêntures podem ser livremente negociadas no mercado. Eizirik (1995) indica que o mercado de debêntures no Brasil é composto majoritariamente por investidores institucionais, sendo de pouca relevância o número de investidores individuais nessa parcela do mercado. O autor salienta que, mesmo ante a possibilidade de as debêntures serem negociadas em bolsa de valores, na prática as transações do título são realizadas no mercado de balcão.

A negociação das debêntures no mercado ocorre basicamente no Sistema Nacional de Debêntures SND. Trata-se de um sistema automatizado de negociação, custódia e liquidação financeira de debêntures, que funciona, em termos nacionais, através da rede de terminais de computadores da CETIP - Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos e é administrado pela ANDIMA Associação Nacional de Instituições do Mercado Aberto. [...] Os referidos sistemas - SND e SDT - proporcionaram, a partir de sua implementação, ocorrida em 1988, maior segurança às negociações com debêntures, tanto no mercado primário como no mercado secundário. O SDT simplificou o processo de colocação primária de debêntures, permitindo a liquidação financeira das operações via reserva bancária das instituições financeiras participantes, sem a necessidade de assinatura de cheques e preenchimento de boletins de subscrição, os quais são emitidos automaticamente pelo próprio Sistema. No SND são negociadas as debêntures via computador, além de processados automaticamente todos os eventos relativos às debêntures registradas no Sistema (pagamento de juros, repactuação, resgate, etc.), sendo os recursos creditados ou debitados diretamente na conta dos participantes (EIZIRIK, 1995, p. 61).

Em conclusão, é relevante mencionar os ensinamentos de Amaral (2014) sobre as modalidades de extinção das debêntures. O autor argumenta serem normalmente extintas por meio do pagamento em referência aos dispositivos da LSA que estabelecem regras para esta modalidade de extinção. Por outro lado, as debêntures permanentes são extintas com o inadimplemento de alguma das condições ou obrigações do emissor e com a dissolução da companhia.

1.5 Breve histórico do mercado de capitais brasileiro e da introdução de títulos privados incentivados como as debêntures incentivadas (debêntures de investimento e debêntures de infraestrutura)

Considerando que o objeto de análise no presente trabalho é a figura das debêntures, sobretudo nos moldes da Lei nº 12.431/11, é salutar traçar uma breve noção do funcionamento do mercado de capitais no país, afim de compreender as necessidades de modificações das debêntures para que houvesse uma maior adesão dentro deste mercado.

A CVM demonstra que, antes da década de 60, o principal meio de investimento dos brasileiros era a compra de imóveis, sendo incomum as aplicações em títulos diversos. Esse contexto foi modificado em 1964, pois a instauração do regime ditatorial militar foi de grande relevância para reformas no agregado econômico brasileiro, tendo sido editadas no período diversas leis para reestruturação do mercado financeiro CVM (*s.d*).

Nesse contexto de reforma, o governo federal passou a incentivar ativamente o mercado em análise, tendo ocorrido o aumento na demanda de ações não acompanhado do aumento na oferta neste setor. A interação entre oferta e demanda foi então responsável pela onda especulativa na Bolsa de valores fluminense, incentivando o aumento dos preços de ações entre o ano de 1970 e até meados de 1971. Contudo, esse contexto não demonstrou ser sustentável a longo prazo, afinal, já em 1971 iniciou-se um processo de venda de ações.

O movimento especulativo, conhecido como “boom de 1971”, teve curta duração mas suas consequências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam de forma surpreendentemente duradoura a reputação do mercado acionário. Apesar disso, notou-se uma recuperação das cotações, a partir de 1975, devido a novos aportes de recursos (as reservas técnicas das seguradoras, os recursos do Fundo PIS/PASEP, adicionais do

Fundo 157 e a criação das Sociedades de Investimento – Decreto-Lei nº 1401 – para captar recursos externos e aplicar no mercado de ações), além de maiores investimentos por parte dos Fundos de Pensão (CVM, *s.d.*, 9º parágrafo).

Visando superar o contexto de desestímulo ao investimento privado, o governo federal adotou diversos outros estímulos que não atenderam as metas de alcance planejadas. A internacionalização do mercado de capitais, que se deu com maior expressividade a partir do final da década de 80, foi fator de grande relevância para o reestabelecimento deste setor, além de sua adaptação ao perfil do investidor estrangeiro, bem como ao padrão dos mercados financeiros internacionais.

Não obstante a abertura ao capital externo ter sido remédio para o contexto da economia nacional, a reestruturação do mercado de capitais não aconteceu de forma estável, em razão de o volume de capitais em circulação ter oscilado de forma expressiva ao longo da década de 90. A instabilidade do setor tornou claro que a fragilização deste se dava, entre outros motivos, pela tímida tutela de acionistas minoritários responsáveis, em parte, pela liquidez necessária para a negociação de ações.

Assim, foram feitas alterações na LSA a fim de aperfeiçoar a tutela jurídica dos acionistas minoritários e a segurança jurídica do mercado, de modo que todos os acionistas seriam beneficiados.

Nas alterações realizadas, foram introduzidas diversas regras de governança corporativa nascidas de princípios de “disclosure” (transparência), tratamento equitativo, “compliance” e “accountability” (prestação de contas), aperfeiçoados após a edição da Lei nº 6.404/76 e reintroduzidos alguns outros que constavam desta última e foram casuisticamente retirados, como é o caso do instituto do “tag along” (direito de recesso), revogado pela Lei nº 9.457/97 com o objetivo único de facilitar o processo de privatização e maximizar o valor recebido pela União ao impedir a extensão aos minoritários dos grandes ágios pagos nos leilões (CVM, *s.d.*, 25º parágrafo);

A contextualização histórica do funcionamento do mercado financeiro brasileiro permite constatar que, por muito tempo, se viveu em um cenário de pouco estímulo a participação de pessoas físicas enquanto investidoras. Nesse sentido, é compreensível entender o baixo interesse pelas debêntures enquanto meio de aumento de renda para as companhias, mesmo elas estando presentes de maneira expressa no país desde 1882 (AMARAL, 2014). As emissões de debêntures não eram expressivas e a insegurança do mercado financeiro também alimentava temores de investidores privados.

Com objetivo de causar uma reforma no setor das debêntures, houve uma ação conjunta de atores envolvidos na comercialização deste título visando ao

desenvolvimento do mercado de dívida no país (AMARAL, 2014). Nesse passo, foi editada a Medida Provisória nº 517, de 30 de dezembro de 2012, que veio a ser convertida na Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, a qual dispõe sobre uma série de alterações normativas, sobretudo de caráter tributário, tendentes a intervir no funcionamento da economia nacional.

Mais especificamente, a referida lei introduziu no ordenamento jurídico brasileiro as figuras das debêntures de investimento e das debêntures de infraestrutura, também conhecidas como debêntures incentivadas de infraestrutura¹⁸. As debêntures de investimento levam essa denominação

pois se destinam a captar recursos que devem ser alocados, obrigatoriamente, no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas ou dívidas relacionadas a projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, desenvolvimento e inovação (AMARAL, p.89, 2014).

Essas debêntures devem ainda ter remuneração predefinida por lei, prazo médio ponderado de 4 anos, período mínimo definido por lei para obter rendimento, restrição temporária à recompra de ações pelo emissor, bem como devem ser proibidas de serem extintas de maneira antecipada por meio de resgate, não ter cláusula de retrovenda e ser negociada em mercado regulamento de valores mobiliários (AMARAL, 2014).

Amaral (2014) faz menção à existência das debêntures de infraestrutura como subespécie das debêntures de investimento. A previsão legal das debêntures nesta modalidade foi introduzida pelo art. 2º da Lei nº 12.431/2011, que estabelece a sua emissão por Sociedades de Propósito Específico (SPE) que objetivem implementar projetos de investimento nas áreas de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento, e inovação definidas como prioritários pelo executivo federal.

As debêntures de infraestrutura têm como incentivo - surgindo daí a adjetivação “incentivada” - à sua aquisição a alíquota de 0% (zero por cento), relativa ao imposto de renda quando adquiridas por pessoa física, e 15% (quinze por cento), quando auferidas por pessoa jurídica. Neste ponto, ressalta-se que este título também é chamado de

¹⁸ Aqui é feita a menção conjunta das debêntures de investimento e infraestrutura uma vez que Amaral (2014) trata das duas figuras como originadas da Lei n. 12.431/11. Não é feita uma análise extensa das debêntures de investimento considerando que o presente estudo se propõe a explorar, em específico, as debêntures incentivadas de infraestrutura.

debêntures incentivadas de infraestrutura¹⁹, sendo essa a nomenclatura utilizada pelo governo federal e a adotada para o presente trabalho.

Nos últimos dois anos o mercado de renda fixa, especialmente o de debêntures e de títulos incentivados, obteve um desempenho bastante promissor, com crescimento superior a 100% (cem por cento) no volume de debêntures emitidas (NASCIMENTO *et al.*, 2018, p. 173). Uma primeira leitura desse dado permite-nos inferir que o mercado de debêntures tem se popularizado na atualidade. Deste modo, é de suma importância realizarmos uma análise temporal mais extensa visando à obtenção de insumos para a formação de hipóteses conclusivas.

Nascimento (2018) traz uma linha do tempo que registra a emissão de títulos no mercado de capitais entre os anos de 2005 a 2018. No período anterior à promulgação da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, (de 2005 a 2010) a emissão de debêntures (em todas as modalidades existentes) no mercado apresentou um curto período de variação mínima, vindo a atingir seu patamar mais baixo no período analisado. A partir de 2011 nota-se a recuperação no volume da emissão que chega, em 2018, ao seu nível mais elevado comparativamente representado pela cifra de R\$ 97 bilhões.

Apesar dos números sugerirem um cenário de crescimento, é importante salientar que, quando se fala da modalidade incentivada das debêntures, estas foram:

parcela relativamente pequena do volume total de emissões sendo 12% do volume total de debêntures ao longo dos últimos cinco anos e atingindo maior percentual em 2017, quando correspondeu a 15% das emissões (NASCIMENTO *et al.*, 2018, p. 175).

Em 2019,, as emissões de debêntures incentivadas de infraestrutura somaram R\$ 33,78 bilhões, valor recorde desde a sua introdução no mercado de investimentos. No total existem R\$ 92,23 bilhões de debêntures incentivadas de infraestrutura em circulação assim distribuídas:

Dos R\$ 92,23 bilhões de debêntures incentivadas de infraestrutura em circulação, R\$ 83,9 bilhões financiam empreendimentos de infraestrutura. Os R\$ 8,34 bilhões restantes financiam investimentos em geral. Nos papéis relacionados à infraestrutura, os projetos de energia foram os que mais receberam recursos das debêntures especiais, com R\$ 62,18 bilhões levantados desde 2012.

¹⁹ Os setores privilegiados pela lei são: logística e transporte, aviação civil, mobilidade urbana, mobilidade semiurbana, minas e energia, telecomunicações, radiodifusão, gás natural, saneamento básico e irrigação, produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação. (INVESTIMENTOS, 2014, p. 3)

Em seguida, vêm os empreendimentos de transporte e logística, com R\$ 19,66 bilhões. O saneamento está em terceiro lugar, com R\$ 1,11 bilhão de papéis lançados desde a criação do mecanismo de financiamento. Por fim, estão os projetos de telecomunicações, com R\$ 948,5 milhões (MÁXIMO, 2020, 12º e 13º parágrafos).

Dentre as emissões feitas nos moldes estabelecidos pelo art. 2º da Lei nº 12.431, o relatório da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA, 2019) expõe que *os investidores institucionais representam 48,3% do volume total dos títulos subscritos, enquanto as pessoas físicas, que têm isenção de Imposto de Renda, detêm 30,5% das emissões colocadas.*

1.6 Breve histórico da transição das debêntures “comuns” para debêntures incentivadas de infraestrutura

Lopes, Antunes e Cardoso (2007) apresentam a relevância do mercado de capitais para a promoção do crescimento econômico²⁰ pela disponibilização permanente de recursos para a Economia, oriundas das relações firmadas entre a oferta (poupadores) e demanda (investidores) deste mercado.

Historicamente, as empresas brasileiras distinguem-se pelo acesso restrito ao capital privado de terceiros, financiando seus projetos de investimento principalmente com recursos próprios e financiamento público. Enquanto em países desenvolvidos a participação do crédito no PIB supera 100%,⁵ no Brasil esta participação é de apenas 34%.⁶ Se excluirmos o crédito direcionado (com origem fiscal ou de repasse compulsório), a participação do crédito com recursos livres no PIB cai para apenas 23%, concentrado nos empréstimos a pessoas físicas ou no financiamento de capital de giro (LOPES; CARDOSO; ANTUNES, 2007, p.46).

No Brasil, a experiência demonstra que, diante da fraca presença do capital privado voltado para investimentos de longo prazo, como no caso das debêntures, as companhias estavam relegadas ao uso de recursos próprios e ao financiamento público, a fim de executar seus projetos em expansão. Esse cenário foi alterado a partir do momento no qual ocorreu um esforço conjunto do setor público e das entidades atuantes no mercado para otimizar as regulações do mercado financeiro além da regulamentação da emissão de debêntures²¹.

²⁰ A relação entre sistema financeiro e crescimento é um dos temas mais importantes na análise do desenvolvimento econômico. A discussão clássica distingue o modelo baseado no mercado de capitais (EUA, Inglaterra) do modelo baseado no crédito bancário (Alemanha, Japão, Sudeste Asiático) (LOPES; CARDOSO; ANTUNES, 2007, p.45)

²¹ Os autores pontuam que, apesar de serem pensadas como fonte de investimento de projetos e empreitadas das Companhias, [...] *as empresas, em geral, não têm utilizado as debêntures para financiar*

Não obstante os avanços para a consolidação do setor, sabe-se que a Pessoa Física (PF) que atua como demanda no mercado de capitais não faz uso deste título de dívida por inúmeros fatores²², como a falta de familiaridade com este tipo de aplicação e o valor alto de cada título, que fazem o pequeno investidor não encontrar incentivos para sua participação nesta modalidade de investimento.

No tocante à tributação, incide sobre esse título de dívida o imposto de renda (IR) e o imposto sobre operações financeiras (IOF), que, quando aplicado sobre valores mobiliários, tem natureza notadamente extrafiscal. Portanto, sobre as debêntures o contribuinte arca com IOF-TVM, o qual possui hipótese de incidência relacionada à emissão, à transmissão, ao pagamento ou ao regaste de títulos ou valores mobiliários.

A alíquota máxima prevista é de 1,5% ao dia, cujo ônus afetará o adquirente dos títulos. Para fins deste estudo, cumpre destacar que a alíquota mais usual seria de 1%, em operações realizadas no mercado de renda fixa, sendo certo que o IOF calculado não poderá exceder determinada porcentagem do rendimento gerado (pelo título em questão). Essa porcentagem é decrescente em função do prazo do investimento (investimentos mantidos por 30 dias ou mais teriam a alíquota efetiva do IOF-TVM reduzida a 0%) (ESTÁCIO, s.d, p.7).

IR incidente à espécie é, por regra, recolhida na fonte e decrescente conforme o tempo de manutenção do investimento. A primeira alíquota aplicável à espécie é de 22,5%, caso o investimento dure até 6 meses; de 20%, quando o período for superior a 6 e inferior a 12 meses; de 17,5% para investimentos de 12 a 24 meses; e de 15%, caso o investimento se dê por período superior a 24 meses. Com a redução progressiva da alíquota aplicável à hipótese de incidência analisada é interessante notar que o IR, imposto de finalidade notadamente fiscal, acaba por tornar-se uma norma extrafiscal, visto que há a pretensão do legislador em incentivar aos debenturistas a manterem seus

investimentos. Como visto anteriormente, os recursos captados têm sido utilizados prioritariamente no refinanciamento de dívidas e no reforço de capital de giro. Portanto, a forte expansão das emissões observada recentemente não tem sido, até o momento, uma fonte adicional de financiamento ao investimento. (LOPES; CARDOSO; ANTUNES, 2007, p.55)

²² A esses fatores, adiciona-se a baixa liquidez que caracteriza esse mercado – conforme será discutido adiante – e que também inibe esse investidor. Estes são alguns dos motivos que explicam a participação extremamente reduzida desse segmento até 2005. Somente duas ofertas públicas de debêntures tinham contado com alguma participação relevante do investidor pessoa física: Petrobras e Suzano. Ambas, contudo, não tiveram o varejo como foco de atuação. O valor mínimo para aplicação foi estipulado em R\$ 50 mil na oferta da Petrobras e em R\$ 10 mil na oferta da Suzano. A oferta da Suzano contabilizou trinta investidores pessoa física que, juntos, totalizaram um volume de R\$ 10 milhões (3% da oferta total). A oferta da Petrobras contabilizou menos de mil investidores pessoa física e volume em torno de R\$ 50 milhões (LOPES; CARDOSO; ANTUNES, 2007, p.56).

investimentos por mais tempo no mercado, a fim de serem menos tributados quando forem beneficiados com a remuneração de seus títulos.

A Edição da MP 517, e sua posterior conversão na Lei nº 12.431/2011, trouxe para o ordenamento jurídico brasileiro alterações na tributação incidente na emissão de debêntures, conforme brevemente descrito anteriormente. Para além da mudança entendida como mais drástica, qual seja, a alteração nas alíquotas de imposto de renda incidentes sobre o título, houve também alterações²³ relativas à normatização de emissão e gestão de debêntures e também na sua modalidade incentivada.

Em relação às mudanças legislativas destacamos, primeiramente, as alterações na LSA que não tratam sobre os benefícios fiscais mencionados para as debêntures de infraestrutura. Houve a flexibilização da recompra de debêntures pela sociedade emissora por meio da nova redação dada aos parágrafos 1º e 2º do Art. 55 da LSA, tendo sido atribuída a competência ao Conselho de Administração para deliberar sobre qualquer espécie de debênture, introduzida a possibilidade de emissão simultânea destes títulos de dívida, a possibilidade de contratação do mesmo agente fiduciário para diferentes emissão da mesma empresa e mudanças na periodicidade da correção monetária das debêntures²⁴.

No tocante as alterações relativas à tributação das debêntures previstas pela Lei nº 12.431/2011, houve a redução da alíquota do Imposto de Renda especialmente nos investimentos em infraestrutura visando a incentivar o mercado secundário de valores mobiliários (STUBER, 2011). O IR foi reduzido a uma alíquota de 0% para rendimentos de títulos ou valores mobiliários adquiridos em ofertas públicas realizadas a partir de 1º de janeiro de 2011 por pessoas jurídicas que não fossem classificadas como instituições financeiras.

As debêntures, nesse contexto, são emitidas por Sociedade de Propósito Específico (SPE), cujo objetivo seja a implementação de projetos de investimento em infraestrutura ou produção intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação considerados como prioritários de acordo com o estabelecido pelo governo federal. Quando emitidas nessas condições, os rendimentos oriundos dos títulos de dívida em

²³ As mudanças instituídas pela Lei 12.431/2011 [...] visam adequar o regime ao qual as debêntures estão sujeitas a processos mais flexíveis de emissão e permitir a formação de um mercado secundário mais dinâmico para a negociação de debêntures, que são instrumentos considerados essenciais para viabilizar o financiamento de longo prazo da economia brasileira. (STUBER, 2011, p.205)

²⁴ Uma análise pormenorizada de cada uma das alterações listadas é realizada em Stuber (2011)

questão são tributados em relação ao IR com uma alíquota de 0% para pessoa física e de 15% para pessoas jurídicas.

Para além das regras mencionadas, para que seja garantida a tributação incentivada, devem ainda observar os seguintes requisitos:

[...] ser remunerados por taxa de juros prefixada, vinculada a índice de preço ou a taxa referencial (TR), cumulativamente, apresentar: “ — prazo médio ponderado superior a 4 (quatro anos) [conforme fórmula a ser definida pelo CMN]; I — vedação à recompra do papel pelo emissor nos 2 (dois) primeiros anos após a sua emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, HI — inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador; IV — prazo de pagamento periódico de rendimentos, se existente, com intervalos de, no mínimo, 180 (cento e oitenta) dias; V — comprovação de que o ativo tenha sido negociado em mercados regulamentados de valores mobiliários; e VI — procedimento simplificado [a ser definido pelo CMN] que demonstre o objetivo de alocar os recursos captados em projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, desenvolvimento e inovação (...) (STUBER, 2011, p. 213).

1.7 Do Perfil do investidor no mercado de debêntures

Feitas tais considerações relativas ao aspecto da tributação das debêntures incentivadas, mostrou ser pertinente destacar pressupostos da análise, bem como dificuldades práticas para o desenvolvimento da pesquisa no quesito específico do perfil do debenturista.

O presente estudo parte do pressuposto da racionalidade dos agentes econômicos, de modo que este responde a incentivos buscando maximizar as suas receitas provenientes de suas empreitadas no mercado de capitais. Destarte, cabe destacar o perfil do subscritor no mercado de debêntures afim de verificar se, em primeira análise, é possível afirmar que o incentivo dado as debêntures de infraestrutura demonstraram estimular a participação de investidores neste título de dívida.

Após ampla pesquisa, foi constatado que as fontes fornecedoras de informação pretendidas eram a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e a Comissão de Valores Mobiliários. Nesse sentido, destacamos que a sistematização dos dados pretendidos não ocorre de maneira satisfatória, pois o acesso a informação nos meios virtuais, no caso da CVM, e a falta de uniformidade na disposição dos dados, no caso da ANBIMA, associadas à falta de conhecimento técnico a ser desenvolvido em tempo hábil para o presente trabalho, corroboram para

impossibilita uma análise estatística aprofundada que poderá ser realizada em oportunidade futura.

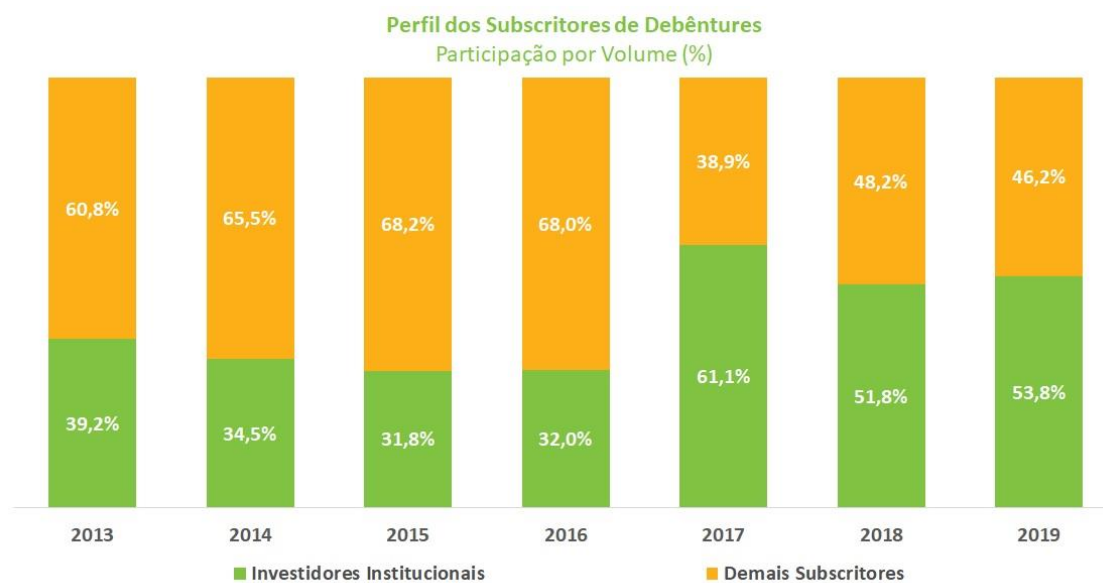


Figura 2 – Perfil dos Subscritores de Debêntures (CVM, s.D)

A Figura 2 apresenta o gráfico produzido pela Anbima (2020), com informações da CVM, possibilitando o entendimento de que a participação de investidores institucionais no mercado de debêntures deu-se de forma não uniforme, sendo possível observar um decréscimo na participação deste tipo de investidor até o ano de 2016, de modo que outros tipos de subscritores representavam maioria neste mercado. A partir de 2017, investidores institucionais começaram a corresponder maioria no mercado, situação permanente até o ano de 2019, embora seja possível observar que a participação tenha diminuído proporcionalmente em relação ao ápice ocorrido no ano de 2017.

Considerando o pressuposto da racionalidade do agente, o ideal pretendido nessa breve exposição estatística seria o de buscar observar, numericamente, se as mudanças legislativas promovidas pela Lei nº 12.341/2011 alcançaram o objetivo pretendido. Como é possível vislumbrar, essa análise resta ameaçada ante a ausência de dados pertinentes ao intervalo de tempo necessário, qual seja, o período anterior à vigência da referida norma, a inexistência de subcategorização do mercado, ou seja, a porcentagem de cada tipo de debênture que o compõe e, por fim, a imprecisão terminológica do termo “demais subscritores”, não sendo explicitado quais tipos de investidores estariam de acordo com essa categoria.

Outro aspecto que se mostra pertinente para uma incursão quantitativa do mercado de debêntures ante as alterações normativas apontadas seria a análise da elasticidade²⁵ desses títulos no mercado de capitais. Novamente, esse estudo se encontra, no momento, impossibilitado, pelas mesmas razões apontadas para pesquisa sobre o perfil dos subscritores deste título de dívida, além da necessidade de uma análise do cenário macroeconômico brasileiro e, até mesmo, mundial, o que seria inviável considerando o escopo do presente trabalho.

Por hora, impende tão somente registrar as limitações impostas ao desenvolvimento da pesquisa, indicando, contudo, a possibilidade de que todas as informações até o momento colacionadas possam ser reaproveitadas e expandidas em outras oportunidades. Assim sendo, passará a ser feita a análise de dois casos de emissão de debêntures que se mostram relevantes para entender as problemáticas e os aspectos expressivos relacionados a emissão de debêntures.

Primeiramente será feita uma análise sobre o paradigmático caso das debêntures da Eletrobrás, que, após ser levado ao judiciário inúmeras vezes, teve um entendimento consolidado no âmbito do Superior Tribunal de Justiça (STJ) em 2008. A análise desse caso se justifica pela relevância de abordar um tema que se mostrou tão expressivo para o judiciário brasileiro, considerando a quantidade de ações ajuizadas com fundamento nesse título de dívida em específico, além do fato de que essas debêntures poderiam vir a ser enquadradas, se emitidas após a promulgação da Lei nº 12.431/2011, na modalidade incentivada.

Por fim será explorada a emissão de debêntures incentivadas de infraestrutura pela companhia Rodovias Tietê RDVT11, afim de observar as problemáticas empíricas relacionadas a modalidade em específico do título de dívida estudado. O caso das Rodovias Tietê foi escolhido pois este *case* é notadamente reconhecido para os atores no mercado de debêntures, servindo como objeto de estudo devido às inúmeras situações problemáticas envolvendo a sociedade emissora quando do momento de renegociação das condições do título.

²⁵ Em sentido genérico, é a alteração percentual de uma variável, dada a alteração percentual em outra, *ceteris paribus*. A Elasticidade é entendida como a sensibilidade de um bem a uma variação em algum dos determinantes relacionado ao seu consumo ou produção como, por exemplo, a renda de seu adquirente (VASCONCELOS, 2001).

Desse modo, tecidas considerações sobre o surgimento das debêntures, assim como suas modificações ao longo dos anos, resultando, inclusive, no surgimento das debêntures incentivadas, é salutar passar para a análise do fenômeno da extrafiscalidade. A incursão a ser realizada é de grande relevância na presente pesquisa, uma vez que o caráter extrafiscal das debêntures incentivadas de infraestrutura é o ponto de intersecção entre o Direito Societário e o Tributário, enriquecendo enormemente a avaliação das hipóteses formuladas neste trabalho.

Capítulo II – Dos instrumentos de extrafiscalidade no Direito Tributário e a utilização das debêntures incentivadas de infraestrutura

Neste capítulo é explorado o fenômeno da extrafiscalidade, visando a explicitar a sua relação com as debêntures incentivadas de infraestrutura. A incursão é iniciada trazendo o histórico da intervenção estatal na ordem econômica considerando a sua contribuição para melhor compreender a mudança na lógica de atuação do Fisco ao longo dos anos.

Assim, é descrita a finalidade extrafiscal das normas tributárias, representando, portanto, uma alteração da lógica da tributação associada pela mudança do pensamento econômico. Nessa linha, são apresentadas as problemáticas teóricas do conceito, bem como exemplos práticos de sua aplicação. Por fim, é traçado o paralelo existente entre a extrafiscalidade e as debêntures incentivadas de infraestrutura.

2.1 Breves acenos sobre a teoria da intervenção do estado na ordem econômica

A evolução da ordem econômica foi acompanhada da mudança na atuação do estado neste setor. Sendo assim, é benéfica uma breve incursão histórica para buscar entender os primórdios da atual concepção de estado e sua interação com o mercado. Deve ser salientado que a análise ora empreendida é suscinta, pois não é objeto do presente trabalho o exaurimento da complexidade nas mudanças e episódios históricos de relevância para a sociedade.

Feitas essas considerações iniciais, em primeiro lugar, há de ser destacado que a concepção contemporânea de estado surge da Revolução Francesa, em 1789, sendo este movimento reconhecido como uma das mais relevantes revoluções burguesas para a história do mundo ocidental. Nessa linha, Faria (2009) aponta que o ideal da liberdade foi um dos principais pressupostos teóricos que incentivaram a insurreição francesa, tendo sido então defendida a ideia de que cada indivíduo deveria ser capaz de viver sua vida baseado primordialmente em suas escolhas privadas livres da intervenção religiosa e da tradição.

Viver em uma sociedade capitalista impossibilita dissociar as alterações políticas das alterações na economia, tornando possível o estabelecimento de correlação e de correspondência entre estas searas. Assim, é possível entender que o ideal da liberdade

foi transfigurado para uma conformação abstencionista do estado em relação ao domínio econômico, sendo este o ideal vislumbrado através da teoria de Adam Smith, que, por sua vez, além de ser marco epistemológico do pensamento econômico ortodoxo, preceituava a ideia de autodeterminação do mercado.

À época, os fundamentos de tal ciência (economia) foram lançados por Adam SMITH, que demonstrou a possibilidade de se organizar a vida econômica deixando a cada um, de forma descentralizada, a missão de adotar as decisões próprias à utilização dos recursos escassos da sociedade, vislumbrando o mecanismo reciclador do mercado, apto a transformar o mesquinho interesse individual de cada um dos seus operadores no interesse geral de todos, sob a ação daquilo que apelidou de “mão invisível”. Esta levaria os bens escassos aos seus pontos ótimos de aplicação, garantindo à sociedade o direito de escolher, mediante o sistema de preços, os produtos e serviços que desejava usufruir, materializando a harmonia dos interesses (FARIA, 2009, p.41-42).

O paradigma da liberdade enquanto valor máximo a ser perseguido pela sociedade perdurou por muitos anos e teve sua manifestação em âmbitos diversos em relação aos apresentados até o momento, sendo a análise aqui feita restrita aos exemplos mencionados. Com o passar dos anos, observou-se que a manutenção de um sistema de liberdade formalista tinha como consequência a acentuação das desigualdades sociais.

Associado a esse contexto de aprofundamento da discrepância entre grupos da sociedade e os temores decorrentes da revolução socialista russa ocorrida em 1917, passou a ser desejada, cada vez mais, a participação ativa do setor público em prol de um controle maior das problemáticas do modelo econômico clássico. Faria (2009) ressalta que a intervenção estatal também foi demandada no início do século XX devido às guerras que ocorriam a época demandando preparação de arsenal bélico a ser utilizado nesse cenário de conflitos armados.

A intervenção do Estado na economia se transforma em um fenômeno historicamente permanente, sendo possível identificar três momentos distintos: intervencionismo, dirigismo e planificação. A diferença entre os dois primeiros é muito importante, por ser qualitativa, dado que só o dirigismo, característico do pós-guerra, pressupõe uma atividade coordenada em prol da obtenção de certos fins, ao contrário do empirismo que caracterizava o intervencionismo. Já a diferença entre o dirigismo e a planificação é mais recente, sendo de ordem quantitativa, pois esta é um dirigismo por planos, caracterizando-se pelo grau de racionalização mais apurado que subentende o documento planificatório (FARIA, 2009, p.44).

O modelo estatal de intervencionismo latente perdurou durante parte significativa do século passado, vindo a ser questionado e modificado pelas tendências neoliberais que tiveram ascensão latente a partir da década de 80. Novamente pretendia-se uma dissociação entre o setor público e privado, de modo que o poder público deveria se

adequar a figura do Estado Mínimo deixando, cada vez mais, de intervir no domínio econômico. Observa-se que, na linha do tempo analisada, é perceptível uma movimentação pendular da história, havendo alternância na determinação da participação ideal do estado na economia.

Evidentemente essa variação demonstra ser parte da realidade brasileira. Atualmente, é possível entender que, ante variações no “tamanho” do poder público no mercado, têm-se um modelo híbrido intervencionista, pois, no Brasil, por vezes o Estado atua de forma direta enquanto agente econômico, enquanto por outras se abstém de imiscuir-se no âmbito da liberdade negocial.

2.2 Breve histórico sobre as mudanças constitucionais sobre a ordem econômica no Brasil

Ao longo dos anos o contexto global mostrou, conforme o mencionado, ser influente na relação entre Estado e mercado, sendo possível observar que a mudança na proporção da intervenção do primeiro em relação ao segundo âmbito é alterada ao longo do tempo de maneira casuística. Considerando que a análise ora empreendida será detida ao contexto brasileiro, é salutar voltar-se ao histórico da construção da ordem econômica do país, tendo como ponto base o instrumento normativo de maior relevância hierárquica legal: o texto constitucional.

Leopoldino Da Fonseca (2017) destaca que os primeiros textos constitucionais brasileiros, quais sejam, a Constituição do Império e a primeira Constituição republicana são sóbrias quanto às normas concernentes à economia. Por outro lado, as constituições brasileiras de 1934 em diante são pródigas em enumerar princípios jurídicos dirigentes da atividade econômica do Estado, da atividade econômica privada e de suas interrelações.

A Constituição Imperial de 1824, notadamente liberal, surge no contexto de valorização do homem, de modo que a lei positivada se presta a garantir a liberdade da pessoa humana. O Estado seria apenas garantidor do funcionamento das leis naturais, estando restrito a livrar-se de qualquer empecilho ao funcionamento natural das leis, tendo não tendo legitimidade para conduzir a economia através de leis sob pena de romper o equilíbrio de mercado que, no longo prazo, seria reestabelecido. O texto constitucional

não fazia menção à direitos fundamentais, mas sim aos direitos individuais de liberdade, de propriedade e de segurança.

Essa lógica constitucional econômica foi mantida de maneira substancial pela Constituição da República dos Estados Unidos do Brasil de 1891, sendo a principal diferença entre as duas a presença de ideias federalistas na Constituição da República, a segunda constituição do país.

Após a Primeira Guerra Mundial, conjuntura na qual novas formas de logística e de planejamento estatais se fizeram necessárias, inclusive com a criação de corporações estatais específicas para a guerra, foram tecidas críticas ao individualismo do modelo liberal clássico e arguida a necessidade de prestações estatais positivas ao abandono do Estado liberal.

Trata-se de verdadeira mudança paradigmática na concepção sobre o âmbito de incidência dos direitos e sua extensão. Na Constituição de 1934 o direito à propriedade continua a ser garantido, mas passa a lidar com conflito entre o interesse individual e coletivo. É a primeira Constituição a ter um título referente à “Ordem Econômica e Social”, passando a prever que o Estado tem a obrigatoriedade de direcionar a economia e atuar também através de normas prestacionais, conferindo à União o monopólio de determinadas atividades econômicas.

[...] a Constituição de 1934 veio dar forma jurídica aos anseios sociais, sem cancelar ou negar os princípios já inseridos nos textos constitucionais anteriores, mas colocando-os também no seio da nova ideologia acatada pelo constitucionalismo social.

Já no preâmbulo da Constituição a Assembleia Nacional Constituinte fazia constar o sinal de mudança, declarando que tinha a intenção de organizar um regime democrático, que assegurasse à Nação a unidade, a liberdade, a justiça e o bem-estar social econômico, deixando evidenciada a nova ideologia. A Constituição de 1934 é a primeira a fazer constar um título referente à “Ordem Econômica e Social”. Neste título pode-se perceber com clareza o novo direcionamento ideológico. O constituinte enfatiza elementos de concretude. A liberdade, a igualdade e a segurança não se concebem mais abstratamente, como predicados de um homem puramente originado da natureza. Justiça, liberdade, igualdade e segurança são atributos que devem ser verificados na vida concreta do homem situado (LEOPOLDINO DA FONSECA, 2017, p.82).

Em 1937, com uma nova constituição surge, pela primeira vez, a expressão intervenção do Estado na Ordem Econômica, prevista no Artigo nº 135 que determina que a intervenção do Estado no domínio econômico só é legítima quando se propor a suprir deficiências da iniciativa individual e coordenar os fatores da produção, de maneira

a evitar ou resolver os seus conflitos e introduzir no âmbito dos interesses individuais o pensamento dos interesses da Nação, representados pelo Estado.

Já em 1946 observa-se um modelo constitucional de tendência a reduzir, comparativamente, a ingerência estatal na economia. Foram mantidas as conquistas sociais da Constituição de 1934, mencionando expressamente a necessidade de haver a “justa distribuição da propriedade”, além da existência de previsões de direitos trabalhistas.

O texto constitucional foi fortemente inspirado pela legislação norte-americana antitruste, passando a prever a repressão da lei à toda e qualquer forma de abuso do poder econômico, inclusive as uniões ou agrupamentos de empresas individuais ou sociais, seja qual for a sua natureza, que tenham por fim dominar os mercados nacionais, eliminar a concorrência e aumentar arbitrariamente os lucros.

A Constituição de 1967/1969, fruto do regime militar vigente desde 1964, atribui ao Estado a responsabilidade pelo desenvolvimento econômico interno baseado na doutrina da segurança nacional. Esse pensamento era pautado na criação idealizada de um inimigo representado pela Rússia, de modo que a atuação estatal se daria de modo a evitar os avanços do comunismo no Brasil (LEOPOLDINO DA FONSECA, 2017).

A Constituição Cidadã dispõe um modelo híbrido na dualidade estado liberal *versus* social, por conter traços liberais e intervencionistas, embora seja menos intervencionista que a anterior. Traz expressamente os princípios da livre concorrência e da liberdade de iniciativa:

os agentes privados têm não apenas direito subjetivo à livre concorrência, mas também o dever jurídico de não adotarem comportamentos anticoncorrenciais [...] uma economia capitalista se funda na crença de que o método mais eficiente de assegurar a satisfação dos interesses do consumidor de uma forma geral é através de um mercado em condições de livre concorrência

O centro principal de previsões sobre a ordem econômica no país encontra-se positivado no título VII da Constituição de 1988, não obstante existam ao longo do texto constitucional diversas menções sobre o mercado como, por exemplo, no art. 7º dentre outras previsões sociais trabalhistas.

No título supracitado é prevista intervenção do estado na economia de forma direta e indireta, sendo a primeira modalidade hipótese excepcional. O art. 173 prevê que, ressalvados os casos previstos na Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança

nacional ou a relevante interesse coletivo, sendo frequentemente tal artigo utilizado como fundamento das privatizações.

Já o art. 174 dispõe sobre a possibilidade do Estado intervir enquanto agente normativo e regulador da atividade econômica no exercício das funções de fiscalização, incentivo e planejamento e pode ser entendido como forma de reduzir o âmbito de intervenção do estado dentro de um contexto interventivo, ou seja, considerando que o Estado interfere no livre funcionamento da economia deve ele agir de maneira contida e limitada.

Ante as previsões constitucionais em questão, surge na doutrina o entendimento de que o modelo constitucional de 1988 reconhece o caráter complementar da atuação estatal (FURTADO, 2016). Nesse sentido, conferiu-se primazia às atividades desenvolvidas pelos particulares na busca da satisfação de suas necessidades. Assim, o Estado deve atuar, em primeiro lugar, identificar áreas onde as demandas dos indivíduos não são satisfeitas para, em seguida, desenvolver mecanismos de colaboração com os particulares. Ficando, portanto, evidenciado o caráter cooperativo e subsidiário da atuação estatal.

2.3 Compreensão da tributação como forma de intervenção do Estado na economia

A tributação é uma das mais antigas formas de intervenção do estado no setor privado. Nesse sentido, Grau e Cavalcanti, em Faria (2009), indicam que essa forma de interferência é classificada como uma intervenção por indução, na qual o estado atua de modo a incentivar ou desestimular atividades econômicas por meio da concessão de incentivos a setores ou regiões específicas. A indução também pode ser realizada por meio da elevação das alíquotas cobradas pela incidência de determinado tributo, como, por exemplo, quando a União, pretendendo fortalecer determinado produto nacional, eleva significativamente a porcentagem de arrecadação do imposto de importação.

Abordando a questão da atuação indutora do estado na economia, Schoueri em Faria (2009) pondera que tanto a redução da alíquota de um tributo quanto a concessão de créditos tributários são classificados como benefícios fiscais. O autor apresenta, como exemplo de crédito tributário, visando a incentivar determinadas áreas da economia, a edição do Decreto-Lei nº 491, de 05 de março de 1969, que conferia benefício sobre as

vendas para o exterior às empresas fabricantes e exportadoras de produtos manufaturados, como ressarcimento de tributos pagos internamente.

Nessa extensão, impende salientar que o Direito Tributário não tem objetivo sendo, em verdade, desprovido de objetivo próprio, atuando sempre na busca de finalidades escolhidas por aqueles legitimados para a prática do ato (ADAMY, 2012). Contudo, é imperativo ressaltar que, embora exista função de incentivo ao setor privado por meio da tributação o Estado, sobretudo no sistema constitucional brasileiro, deve exercer um comportamento parcimonioso no uso dessa função, que pode ser alcançada por meios outros, como regulação ou a criação de leis em outras searas.

Essa concepção também acaba por superestimar os efeitos do direito tributário sobre o comportamento das pessoas. Não raro, tem-se que, mesmo com a introdução de normas indutoras de direito tributário, os comportamentos permanecem inalterados, seja em função da «compra» que os contribuintes fazem, pagando mais, mas continuando com seus comportamentos anteriores, ou pela inelasticidade no consumo do objeto tributado. Assim, não se pode ter em mente que medidas fiscais instrumentais têm o condão de modificar a realidade em todos os casos e de forma eficaz em todas as situações (ADAMY, 2012, p. 311).

Mendes e Mendes (2013), visando a introduzir a classificação doutrinária para as finalidades da tributação, destacam que, uma vez inserido no paradigma do Estado Democrático de Direito, o tributo não deve ser um fim em si mesmo, devendo ser usado de maneira instrumental para materializar uma finalidade constitucionalmente respaldada. Assim, as relações tributárias entre Fisco e cidadão não podem ser pautadas na lógica acumuladora da economia capitalista e tampouco nos interesses meramente arrecadatórios do Estado, mas, em verdade, devem se prestar a garantir direitos fundamentais.

Feitas essas considerações preliminares, os referidos autores mencionam a existência de uma dicotomia classificatória clássica²⁶ na qual a arrecadação tributária tem finalidade fiscal ou extrafiscal. A primeira finalidade ocorre quando o tributo assume a sua feição tradicional, ou seja, visa unicamente, ou, no mínimo precipuamente, angariar divisas para os cofres públicos para atender às necessidades da coletividade (MENDES;

²⁶ A classificação das normas tributárias a partir da atribuição a elas da função fiscal ou extrafiscal implicou um enorme salto evolutivo na interpretação e aplicação do Direito Tributário, já que permitiu identificar diferentes racionalidades no processo interpretativo, especialmente no que diz respeito ao método teleológico, quando empregado na construção de normas relacionadas a Impostos, como ressaltado por Vogel em um dos trabalhos que, provavelmente, representa um divisor de águas sobre o tema (ROCHA, p. 2014, p. 257).

MENDES, 2013, p. 44). A segunda finalidade, a extrafiscal, é aquela em que o ente tributante pretende estimular ou desestimular comportamentos, além de ter objetivo arrecadatório, de cunho notadamente fiscal. Desse modo, para fins didáticos e de precisão terminológica, adota-se o conceito de extrafiscalidade como o fenômeno que ocorre quando, ao invés de apenas arrecadar tributos e aplicar os recursos respectivos, o Estado estimula ou desestimula comportamentos²⁷ (BUFFON, 2012, p. 41).

Alves e Duarte (2016) indicam a divisão do conceito de extrafiscalidade em duas vertentes: a primeira, representada por Casalta Nabais e Roque Antônio Carrazza, entende que há extrafiscalidade quando a função fiscal não for prioritária na instituição de uma norma tributária; a segunda, como Paulo de Barros Carvalho, entende que a extrafiscalidade existe de forma independente em relação ao cunho fiscal do tributo, motivo pelo qual seria plausível falar em normas tributárias exclusivamente fiscais ou extrafiscais.

Versando sobre o histórico de normas tributárias de caráter extrafiscal²⁸, Adamy (2012) relata que um exemplo histórico de destaque é a tributação sobre barbas na Rússia czarista do século XVIII. Nesse contexto histórico, o Czar pretendia que seus súditos tivessem feições ocidentalizadas e acreditava que seu objetivo seria alcançado caso os homens deixassem de ter barbas, passando então a cobrar um imposto de todos aqueles que desejassem manter suas barbas, além de instituir a obrigação acessória de manter consigo o comprovante de pagamento do tributo, sob pena de ser barbeado forçadamente pelos oficiais do império.

A partir desse exemplo didático, fica clara a diversidade de manifestações da extrafiscalidade, além de demonstrada a secularidade do termo que é, casuisticamente, utilizado ao longo da história em diferentes contextos. É de inegável importância abordar as justificativas e as razões de ser da extrafiscalidade, além de outros desdobramentos da temática, porém, antes de tratar sobre mais aspectos da extrafiscalidade, é relevante

²⁷ Gouvêa (2005) salienta que a ante as previsões constitucionais que a estabelecem a extrafiscalidade esta tem conteúdo aberto, passível de ser determinado pelo legislador de forma discricionária. Nesse sentido, ressalta que a limitação do conteúdo da extrafiscalidade é limitado pela própria constituição que serve, portanto, como parâmetro de controle para a o uso dessa função da tributação.

²⁸ Fala-se em tributação extrafiscal e não em tributos extrafiscais para demonstrar que a função extrafiscal não é exercida apenas pelos tributos em si, mas por normas tributárias que, mesmo não instituindo propriamente tributos, são capazes de exercer funções diversas da arrecadação (ALVES; DUARTE, 2016, p. 285).

entender as suas origens teóricas, a fim de que seja possível entender de maneira mais profunda a sua aplicabilidade nos dias de hoje.

Apesar de a extrafiscalidade consistir em um fenômeno cuja origem não se pode precisar, Pedro Adamy (2018) indica que a teorização sobre o assunto é associada ao pensamento do economista e político alemão Adolph Wagner, nome de grande influência no socialismo acadêmico, sobretudo dentro do “socialismo estatal” (*Staatssozialismus*). Em suas análises, diferente dos demais estudos do século XIX sobre contabilidade nacional e economia do setor público, A. Wagner entendia a tributação como meio de atuação do Estado que supera a finalidade de financiamento estatal, apresentando uma nova interpretação para o conceito de imposto.

A. Wagner viveu no contexto da consolidação do liberalismo econômico no continente europeu, que foi acompanhado de uma acentuação da desigualdade social. Nesse cenário, de maneira inédita²⁹, surge sua teoria do conceito duplo de imposto, que, ao tecer críticas a concepção clássica da teoria econômica, estabelece que a tributação deve abarcar também finalidades de cunho social – tese que prevalece relevante nas discussões sobre políticas tributária e fiscal na atualidade (ADAMY, 2018). Para este autor, a dupla finalidade dos impostos se justifica pela necessidade de superação do paradigma individualista da escola econômica *mainstream* baseada, à época, pelos ensinamentos de Adam Smith.

Relata Adamy (2018) que, à época do desenvolvimento de sua teoria, prevalecia a regra de Edimburgo, a qual estabelecia a neutralidade tributária em conformidade com uma lógica sistêmica abstencionista da intervenção estatal. Nesse cenário, o direito tributário e a intervenção do fisco deveriam ser limitados, de forma não se inserir, além do mínimo necessário, no livre e pleno funcionamento do mercado.

Em contraposição ao sistema posto à época, A. Wagner indica que as funções extrafiscais da tributação devem ser, em verdade, uma das principais buscas através da tributação sem sobrepor as demais. Nessa linha, o autor entende que a cobrança de

²⁹ A. Wagner foi um dos pioneiros na discussão sobre as funções do tributo. Os debates sobre as finalidades do Estado e das finanças já existiam, mas ainda estavam centrados na conformação política e administrativa. A atuação fiscal com finalidades não arrecadatórias era restrita às questões aduaneiras e de comércio internacional. Partindo da premissa de que o Estado deveria corrigir as distorções existentes na sociedade e no mercado, A. Wagner enxergava no direito tributário um excelente instrumento para tais correções. Seu projeto consistia em demonstrar "o ponto de vista político-social da tributação", ampliando o objeto sobre o qual o direito tributário deve interferir. (ADAMY, 2018, p. 354)

impostos deve atuar como ferramenta de auxílio da distribuição de renda e patrimônio da sociedade, além de intervir no aspecto macroeconômico manifestado pela arrecadação e despesas públicas.

Observa-se que a origem teórica do fenômeno extrafiscal das normas tributárias representada por Adolph Wagner foi à época minoritária, sendo refutada por nomes como Von Eheberg, sob a simplória fundamentação (ADAMY, 2018) de que a política fiscal deveria ser orientada pela obtenção de receitas pelo Estado. De todo modo, ainda que tenha sido à época ideia minoritária, o pensamento originado há séculos atrás, sobre a tributação indutiva de Wagner, permanece atual nas discussões³⁰ sobre política fiscal e em propostas de reforma tributária.

Mesmo que se discorde das ideias e argumentos de A. Wagner - o que é o meu caso em muitos aspectos - não se pode negar a qualidade, profundidade e originalidade de seu pensamento. Por essa razão, a retomada das lições de A. Wagner se reveste de grande importância. Ao estudarmos suas ideias, colocamos nossas próprias convicções à prova, submetendo nossos argumentos ao crivo da discordância e de contra-argumentos. Se levadas ao extremo, as concepções de Wagner podem comprometer a própria estrutura do direito tributário brasileiro. No entanto, ignorá-las ou desacreditá-las sem fundamentação consistente não auxilia o debate e não fortalece os argumentos existentes. Somente ao confrontando, tomando-as como base para as discussões atuais é que se pode avançar no desenvolvimento de um direito tributário mais justo e igualitário (ADAMY, 2018, p. 358).

2.4 Breves acenos sobre problemáticas teóricas sobre a extrafiscalidade tributária

Em relação ao termo – extrafiscalidade – Mendes e Mendes (2013) indicam a divergência existente quanto à sua nomenclatura, apontando que existem autores que preferem outros termos para conceituar o fenômeno. A título de exemplo é feita menção à classificação de Schoueri, que prefere adotar o termo “função indutora” do tributo, por entender que a tributação, nesse caso, não visa fundamentalmente à arrecadação, mas sim à regulação de condutas.

³⁰ Adamy (2018) indica que a fundamentação teórica de Wagner impactou ainda em outras discussões tributárias atuais como a função do tributo, os limites da extrafiscalidade e seu papel na tributação, a distribuição de renda através da tributação e a origem e destinação de recursos públicos.

Além disso, destaco que entender mais a fundo sobre as origens teóricas deste fenômeno também fomenta o pensamento sobre o paradoxo relativo ao aumento da ingerência estatal no setor privado ao mesmo tempo em que se pretende expandir a participação do capital privado para a consecução de objetivos públicos, esse pensamento de certo seria objeto de uma análise detida a ser realizada em oportunidade futura com contribuições de autores da economia política.

Diante da divergência doutrinária quanto à classificação das funções da tributação, cumpre destacar a controvérsia sobre os critérios que tornam a extrafiscalidade função singular da tributação no paradigma do estado democrático de direito (ALBAN, 2014). Assim, Martha Leão (2015) destaca que a problemática classificatória mencionada é tema de grande relevância para o estudo do Direito Tributário atualmente, tendo ganhado destaque sobretudo após a superação da ideia reducionista de que esta ciência fosse pautada tão somente no estudo da norma.

De um lado, há autores que defendem a possibilidade de identificação de normas tributárias extrafiscais, reconhecendo a existência de uma finalidade extrafiscal objetivada na lei vinculada a um princípio político, econômico ou social. A identificação destas normas, ainda que muitas vezes seja difícil de ser realizada em “zonas cinzentas”, seria fundamental para o seu devido controle. De outro lado, há autores que defendem a impossibilidade de se realizar este tipo de “corte” a partir de uma finalidade, defendendo na verdade a existência de efeitos (potenciais ou concretos) extrafiscais e não propriamente de normas tributárias extrafiscais. Para este segundo grupo, não seria possível identificar uma finalidade extrafiscal objetivada na lei, mas tão somente a existência de efeitos extrafiscais, o que impediria a divisão entre normas tributárias fiscais (ou arrecadatórias) e extrafiscais (LEÃO, 2015, p. 305).

Antes de adentrar no entrave teórico sobre a distinção entre as finalidades das normas tributárias, destacamos a necessidade do estudo sobre a razão de ser desta classificação. Folloni e Papadopol, em Martha Leão (2015), salientam que a definição da finalidade extrafiscal se presta a servir como ferramenta de controle das referidas normas tributárias com finalidade distinta a mera arrecadação de tributos, visto que, de fato, trata-se de uma forma de limitação a direitos fundamentais constitucionalmente previstos.

Nessa extensão, considerando o modelo constitucional adotado em 1988 pela Constituição da República, cumpre destacar que toda limitação a direitos e garantias fundamentais é feita de forma restrita devido a questões formais, como a necessidade de previsão expressa no texto constitucional ou por meio de lei infraconstitucional com fundamento direito na própria constituição, e questões materiais. Desse modo, quando uma norma tributária é extrafiscal ela passa a ser alvo de uma série de critérios para controle a finalidade que originou a criação da norma, sendo destacado que o preceito mais analisado pela doutrina é o controle de proporcionalidade³¹ (LEÃO, 2015).

³¹ É aqui adotado o conceito de proporcionalidade de Lucas Rocha Furtado, *in verbis*:

A proporcionalidade é mecanismo a ser utilizado para conter o uso da imperatividade, atributo dos atos administrativos e do poder de polícia administrativa, com o objetivo de conter ou limitar a reação da Administração Pública diante de determinadas situações em que ela se vê obrigada, inclusive, ao uso da força física (FURTADO, 2016, p.304)

No âmbito tributário, a necessidade do uso da proporcionalidade como parâmetro de controle da norma extrafiscal³² é justificada por sua finalidade não ser apenas política, social ou econômica, mas, sobretudo, uma finalidade que pretende garantir direitos fundamentais dos contribuintes por meio da via tributária. Portanto, a classificação da norma extrafiscal auxilia, no caso concreto, a identificar se a norma em análise é extrafiscal, ao mesmo tempo em que demonstra ser compatibilizada com ordenamento jurídico constitucional.

Outros critérios também são utilizados enquanto critérios de controle, salientando a capacidade econômica (e o princípio da isonomia), os efeitos da norma e o cumprimento da finalidade proposta. Em relação ao primeiro critério destacado, tem-se que a norma extrafiscal se mostra compatível com o sistema jurídico normativo e principiológico enquanto levar em consideração as peculiaridades dos contribuintes em sua aplicação, ou seja, a norma tributária extrafiscal deve estar de acordo com o Sistema Constitucional Tributário no tocante a capacidade contributiva de cada cidadão.

No que tange aos efeitos concretos da norma extrafiscal, estes servem de instrumento de controle enquanto indicadores das mudanças na realidade socioeconômica na qual esta se insere. Ou seja, quando se puder observar mudanças concretas no meio ambiente de aplicação da norma, restará demonstrada a pertinência de sua existência. Por fim, o terceiro critério indicado possibilita o acompanhamento da necessidade de manutenção da norma ao longo do tempo, ou seja, mudanças graduais que acontecem até que o objetivo final da criação da norma seja atingido.

Logo, acertadamente, Martha Leão (2015) conclui que o estudo da extrafiscalidade é fundamental na definição dos limites de sua utilização, e os avanços nessa área têm papel chave na correção de seu uso para que não sejam toleradas restrições desproporcionais aos direitos fundamentais dos contribuintes.

Não obstante seja exaustivamente trabalhada a pertinência e a necessidade de classificação das normas extrafiscais enquanto tais, comportando uma categoria própria

³² O objetivo da aplicação do postulado da proporcionalidade é exatamente legitimar uma restrição proporcional dos direitos fundamentais, tendo em vista uma racionalidade entre um determinado meio e sua finalidade. Assim, sua aplicação envolve a análise de três aspectos distintos: (i) *adequação* (*Geeignetheit, rational connection*): a medida deve ser capaz de promover a finalidade almejada; (ii) *necessidade* (*Erforderlichkeit, necessity*): dentre todas as medidas adequadas, deve ser escolhida aquela que menos restrinja os demais princípios envolvidos; e (iii) *proporcionalidade em sentido estrito* (*Verhältnismäßigkeit i.e.S, proportionality stricto sensu*): a medida deve trazer mais benefícios do que malefícios no que tange a promoção dos direitos fundamentais. (LEÃO, 2015, p.316)

de normas e finalidades tributárias, existem divergências quanto a real imprescindibilidade desta distinção. Os argumentos principais centram-se na ideia da obsoleta necessidade da existência na dicotomia classificatória em questão.

Se filiando a trabalhos de Ekkehart Reimer, Rocha (2014) indica a existência de uma classificação distinta da clássica entre finalidades fiscais e extrafiscais de normas tributárias. Nesse sentido, salienta que o autor menciona a existência de outras funções as normas em questão citando, como exemplo, a existência de funções externas a repartição de encargo tributário. Quando trata sobre a noção de “funções externas” indica este autor que o jurista alemão mencionado associa ao verbete “externa” o termo “indutora” de comportamento, a fim de criar uma subdivisão no conceito de extrafiscalidade.

Abordando essa subdivisão no termo é apresentada a noção de “indução interna” (*interne lenkugsfunktion von steurrechtsnormen*), aquela voltada para o “proveito do próprio fisco” (*lenkung zum whole des fiskus*), e a figura da “indução externa” (*externe lenkugsfunktion von steurrechtsnormen*) que se preocupa com as finalidades sociais da norma tributária (*verwirklichung von sozialzwecken*).

Deste modo, é sustentada a ideia da inexistência de separação absoluta entre a função fiscal do tributo e sua função de indução interna, pois o aspecto interno seria meio de garantir o cumprimento das normas tributárias, ou seja, garantir que houvesse a devida cobrança e recolhimento do tributo criado. Apoiado nessa noção, salienta que a existência da função indutora interna serve de fundamento para a ideia de que as funções das normas ditas extrafiscais não são, efetivamente, “*tão extrafiscais assim*” (ROCHA, p. 2014, p. 271), entendendo, nesse sentido, que as normas extrafiscais não têm como objetivo de sua distinção o combate ao abuso em seu uso e implementação.

De outro lado, Rocha (2014) ressalta que outro critério que ajuda a fragilizar a noção de extrafiscalidade é a inexistência de critérios de aplicação da lei tributária extrafiscal em relação a distinção de capacidade contributiva havendo, deste modo, uma preterição a extrafiscalidade em relação ao supracitado princípio que na perspectiva do autor é indevida³³.

Primeiramente, pense-se nas regras que garantem benefícios fiscais a quem esteja estabelecido na Zona Franca de Manaus. Esses contribuintes têm seus impostos e contribuições graduados segundo sua capacidade econômica, mas a consideração desse critério é mitigada, pela consideração de um outro: estar

³³ Essa preterição implicaria, em última instância, numa violação ao princípio constitucional da isonomia no âmbito das relações tributárias materializado pela previsão do art. 145 § 1.º da CRFB/88.

estabelecido na região incentivada. Se tais sujeitos forem comparados com outros estabelecidos em outras regiões do Brasil, perceber-se-á uma discriminação entre os dois grupos baseadas em dois critérios materiais distintos com concorrentes, a capacidade contributiva e a sede na Zona Franca de Manaus (ROCHA, p. 2014, p. 271).

Cumprido destacar que apesar de haver previsão constitucional expressa sobre a necessidade de sempre que possível ser levada em consideração pelo Fisco a capacidade financeira do contribuinte, esse mandamento é excepcionado quando se trata da tributação extrafiscal. Quando se fala em uma norma tributária instituída com a finalidade de atingir fins sociais ou econômicos, numa ponderação dos princípios pertinentes prevalece o primeiro pelas razões que justificaram a sua instituição, razões essas que, por sua vez, devem obedecer a proporcionalidade inerentes aos próprios objetivos de sua criação (ADAMY, 2012).

Outro ponto destacado em relação a pertinência da dicotomia entre normas extrafiscais ou fiscais é a incompatibilidade da tributação com fins meramente arrecadatórios com o paradigma constitucional vigente. Entendendo que a Constituição Cidadã estabelece um modelo de Estado social, Alban (2014) defende que a existência de tributos com finalidades precipuamente arrecadatórias é incoerente com os direitos sociais previstos de maneira não taxativa na Constituição. Nessa linha, é sustentada a tese de que a extrafiscalidade não ser apenas desejada como, na verdade, elemento principal do modelo constitucional adotado, o qual procura se aproximar dos ideais de justiça social que compõe os objetivos da república.

Debatendo sobre as problemáticas na classificação de normas tributárias enquanto extrafiscais, mais especificamente no tocante ao objetivo de sua criação, Rocha (2014) faz a ressalva das dificuldades na apreciação objetiva da vontade subjetiva do legislador na criação da norma. Em outras palavras, o autor se preocupa em demonstrar que, mesmo pretendendo atingir finalidades legitimadas pelo poder constituinte originário, o legislador, em sentido amplo, não consegue antever os efeitos da norma que criou. Nesse sentido, o autor cita um caso ocorrido na Alemanha³⁴ onde um tributo concebido com

³⁴ Houve, na Alemanha, um imposto sobre o ganho de capital cujo regramento, inicialmente, não sofrera qualquer questionamento em face do princípio da capacidade contributiva, ou seja, no plano abstrato, tratava-se de um regramento de imposto com nítida "finalidade" fiscal ou repartidora de encargo. Mas sua fiscalização, por algum motivo, mostrou-se impraticável pelas autoridades daquele país, fazendo com que a enorme maioria dos contribuintes se evadisse dele, chegando a ser chamado de "imposto dos tolos", em função do fato de somente ser pago por aqueles poucos cidadãos com enorme senso ético, já que todos sabiam que ninguém seria devidamente fiscalizado. Assim, embora o texto legal prescrevesse uma indiscutível graduação do imposto conforme a capacidade contributiva, tal regramento foi declarado

finalidade manifestamente extrafiscal em sua aplicação acabou por exercer função fiscal e violar princípios da tributação no país.

Contribuindo para a análise sobre o aspecto da vontade do legislador, Martha Leão (2015) salienta ser este fator a diferenciação fundamental dos tributos extrafiscais em relação aos tributos fiscais, considerando que todos os tributos “em maior ou menor grau, causam estímulos ou desestímulos para os contribuintes, gerando assim outros efeitos, que não a mera arrecadação de recursos” (LEÃO, 2015, p.309). Ademais, evidencia a autora que a intenção extrafiscal da norma tributária não deve ser confundida com a intenção do legislador histórico, pois procura-se observar na análise de finalidade a vontade do legislador objetivada na lei distinguindo, portanto, o elemento genético-subjetivo do elemento sistemático-teleológico³⁵.

Já em relação à identificação de normas tributárias por meio de seus efeitos, é mencionado que a técnica é criticada, dentre outros motivos, ante a impossibilidade de identificação de uma vontade objetivada na lei. Nessa linha, Schoueri em Leão (2015) sustenta que todo o tributo tem efeito indutor, pois é elemento levado em consideração pelo contribuinte no momento da sua tomada de decisão, devendo se falar em efeitos indutores ou extrafiscais das normas.

Destarte, Martha Leão (2015) ensina que reconhecer a extrafiscalidade com base apenas em efeitos potenciais da norma implica na troca do termo finalidade por efeitos sem nenhum embasamento teórico. A autora menciona que, embora semanticamente ambos os termos tenham o mesmo sentido, são distintos no âmbito jurídico, motivo pelo qual sua inversão implica na confusão entre os planos da validade e eficácia da norma, sendo um empecilho para o seu controle abstrato. Ademais, a substituição dos termos desconsidera os efeitos pretendidos pela norma extrafiscal, não podendo ser, precisamente, antecipados por que trata-se de uma influência na capacidade de autodeterminação dos contribuintes.

Existindo essa faculdade do contribuinte, entende que deve prevalecer o termo finalidade extrafiscal em prejuízo da menção aos efeitos potenciais. Ainda, é criticada pela autora a ideia da classificação da norma tributária enquanto extrafiscal apenas a partir

inconstitucional pelo Tribunal Constitucional Federal alemão, por violador do mesmo princípio da capacidade contributiva. (ROCHA, p. 2014, p. 265)

³⁵ Ver em Leão (2015, p. 311).

de seus efeitos concretos, pois isso impossibilitaria o controle da norma no tocante ao plano da vaidade, ou seja, um controle da norma em abstrato.

Estas considerações demonstram que a identificação da extrafiscalidade somente a partir de seus efeitos confunde os planos de validade e eficácia, gerando como consequência uma perda de controle sobre a utilização instrumental da via tributária - o que, em última análise, é exatamente o objetivo de seu estudo e classificação. Esta falta de identificação da norma tributária extrafiscal portanto, anda para trás em termos de controle, afastando a aplicação dos critérios de controle vinculados à finalidade e ao elemento de discriminação escolhidos pelo legislador (LEÃO, 2015, p.313-14).

2.5 Alguns exemplos de aplicação de normas tributárias extrafiscais

Embora não seja geralmente mencionado pela doutrina, a função extrafiscal é, dentre as espécies tributárias, normalmente associada à figura dos impostos, não tendo sido encontrados exemplos de menção a função indutora para outros tipos de tributo, embora existam manifestações de extrafiscalidade por meio dos benefícios fiscais (GOUVÊA, 2005). Assim, retoma-se o destaque feito por Mendes e Mendes:

Oportuno lembrar que os impostos extrafiscais, em sua maioria, são exceção aos princípios constitucionais tributários, em especial o da legalidade e o da anterioridade, justamente em razão do fato de que, por serem regulatórios, muitas vezes necessitam de medidas urgentes, como ocorre, por exemplo, com a majoração da alíquota do imposto de importação, dos produtos de origem estrangeira, aumentando o seu preço no mercado interno e assim retirando a sua atratividade econômica, com vistas à proteção da indústria brasileira. Sobre o tema exposto no parágrafo anterior, Hugo de Brito Machado (2010) adverte que a supressão das garantias do contribuinte, por meio da mitigação dos princípios constitucionais tributários, não pode ocorrer de forma imotivada, ou seja, mesmo nos casos autorizados pela Constituição Federal, a respectiva restrição deve ter uma finalidade expressa que justifique a medida e que esteja em simetria com os próprios ditames constitucionais (MENDES; MENDES, 2013, p. 46).

Abordando as diversas manifestações de extrafiscalidade, Gouvêa (2005) menciona que esse tipo de norma tributária é excepcionado pelos princípios da “não-surpresa” tributária, como, por exemplo, a não observância do princípio da legalidade na seara tributária relativas ao IOF e o IPI.

Exemplificando a aplicação da extrafiscalidade Buffon (2012), menciona a vislumbração da incidência no II (imposto de importação), IOF (imposto sobre operações financeiras), IPTU (Imposto sobre a Propriedade Predial e Territorial Urbana), ITR (Imposto sobre a Propriedade Territorial Rural), IPI (Imposto sobre os Produtos Industrializados) e até mesmo no ICMS (Imposto Sobre A Circulação De Mercadorias e Serviços) ressaltando que essas hipóteses são constitucionalmente previstas embora não

esgotem as manifestações dessa finalidade tributária³⁶, que é, em verdade, “princípio ontológico da tributação e epistemológico do Direito Tributário (GOUVÊA, 2005, n.p).

2.6 Algumas possíveis facetas de extrafiscalidade das debêntures incentivadas de infraestrutura

Ao longo dos anos houve inúmeras mudanças na política econômica brasileira. Como apontado no capítulo anterior, o surgimento de um novo ordenamento jurídico constitucional implicou, ao menos no âmbito ideológico, na mudança do alinhamento da economia com os modelos de economia clássica, abstencionista *versus* uma perspectiva estatal intervencionista. Essas considerações são notadamente de grande relevância para a compreensão do contexto a ser analisado neste trabalho, mas aqui será enfatizada a perspectiva arrecadatória do Estado, atuando e intervindo através do poder de tributar.

Nessa linha, destaca Melina de Souza Rocha Lukic (2015) que nas duas últimas décadas o governo federal tem se valido ativamente das prerrogativas constitucionalmente outorgadas para promover alterações na política fiscal e tributária brasileira, sobretudo no contexto posterior à crise financeira mundial de 2008, período no qual foi buscada a adoção de políticas econômicas anticíclicas para a restauração do bem-estar neste setor.

Esta autora ressalta que as mudanças no sistema tributário não foram capazes de promover uma mudança abrupta em relação ao caráter notadamente fiscalista que outrora predominava no âmbito da política arrecadatória nacional, sendo, em verdade

mudanças que caracterizam muito mais por mudanças pontuais, do tipo incrementalista, visando adaptar o sistema aos novos objetivos governamentais como eficácia do sistema, crescimento, desenvolvimento do país e a competitividade internacional (LUKIC, 2015, p. 199).

Lukic (2015), em referência aos doutrinadores Luís Eduardo Schoueri e Heleno Torres, atribui ao Governo Lula o uso mais acentuado da intervenção na ordem econômica através da tributação, sobretudo no segundo mandato³⁷ deste governante,

³⁶ Assim, o STJ decidiu que «ainda que o Imposto de Renda se caracterize como um tributo direto, com objetivo preponderantemente fiscal, pode o legislador dele se utilizar para a obtenção de uma finalidade extrafiscal. Torna-se claro, portanto, que a medida para a averiguação da constitucionalidade de medidas instrumentais passa ao largo da capacidade contributiva, devendo ser buscada nos fi T almejados pelo legislador com o aumento ou diminuição da tributação. (ADAMY, 2012, p. 314)

³⁷ Com a eleição de Lula para a presidência em 2003, a política econômica e fiscal levada a cabo até então continuou na mesma trajetória, guiada pela estabilização fiscal e pela manutenção do equilíbrio das contas públicas. Apesar da janela de oportunidade política (KINGDON, 2003; FAVRE, 1992) que se

salientando, inclusive, que a utilização de tais medidas jamais foram peças-chave para a política tributária do governo. De acordo com a autora, o Estado, na figura do mencionado governo, passou a agir de maneira a induzir comportamento dos agentes por meio de estímulos e incentivos, objetivando alcançar metas de governo e causando distorções³⁸ no sistema econômico.

Desde o momento anterior à reeleição para o segundo mandato, o presidente Lula passou a tecer críticas ao modelo econômico neoclássico até então adotado, fazendo menção às dificuldades de promoção da expansão ao investimento no país ante aos temores da crise econômica daquele momento. Destarte, o então presidente indicou a adoção de um modelo estatal de desenvolvimento do mercado interno através do estímulo da demanda e aumento do investimento no Brasil.

Uma das principais medidas anunciadas pelo governo foi a criação de um plano para “destravar” a economia e alcançar um crescimento anual do PIB de 5% (LOUREIRO; SANTOS, 2011). Mattei e Magalhães (2011, p. 141) afirmam que essa medida representa uma “[...] uma intervenção mais forte do Estado na economia, recuperando sua capacidade de investimento, além de orientar os investimentos privados no sentido de ampliar a infraestrutura básica do país” (LUKIC, 2015, p.205).

Já em 2007 o governo passou a correlacionar investimentos públicos, especialmente no setor da infraestrutura (LUKIC, 2015), com a criação de um arcabouço jurídico que garantisse o estímulo ao investimento privado no setor e o crescimento econômico sempre almejado.

Assim era evidente a relação diretamente proporcional entre os fatores elencados, ou seja, o aumento de investimentos de base associados com a garantia de incentivos e segurança jurídica para investidores privados implicariam, conforme as projeções da época, no aumento do crescimento da economia brasileira. Desse modo, em 2007, foi proposto pelo governo federal o Plano de Aceleração do Crescimento (PAC) que visava incentivar o aumento de gastos do setor público e privado na busca de materialização do objetivo mencionado.

criou para o avanço da questão tributária, o processo de reforma tributária quase não avançou (LUKIC, 2014). Em razão do contexto econômico e dos compromissos assumidos perante os organismos internacionais, Lula garantiu a continuidade da política econômica e fiscal do seu antecessor, respeitando e garantido os acordos celebrados pelo Presidente Cardoso. Assim, de acordo com Lukic (2014, p. 364) “[...] o início de seu governo é fortemente marcado por um processo de *path dependence*, ou seja: continuação da política fiscal para manter e aprofundar o processo de estabilização e ajuste das finanças públicas”. (LUKIC, 2015, p. 203)

³⁸ Não é atribuído juízo de valor ao termo que foi aqui empregado tão somente como sinônimo da palavra intervenção.

Buscando garantir o interesse privado em um contexto de adoção de uma política econômica de traços notadamente keynesianos, foram adotadas desonerações fiscais à demanda privada no mercado de capitais. Nesse momento, Lukic (2015) destaca que, mesmo em um contexto de redução da arrecadação proveniente de tributos em setores específicos, houve, a *contrário sensu*, um aumento das receitas tributárias, que é consequência da alteração da estrutura do PIB nacional agora baseado no fomento ao consumo interno.

Ademais, o referido contexto da política econômica focada no mercado interno foi responsável pelo custeio das ações do PAC, além de servir como base orçamentária³⁹ para as desonerações tributárias aos referidos setores específicos. Em um ambiente de avanço nas intervenções estatais na ordem econômica, por intermédio do poder de tributar, houve inúmeros exemplos de tributação com finalidade extrafiscal, qual seja, a promoção do crescimento econômico⁴⁰ através do fortalecimento da economia interna.

Outras medidas tributárias com a finalidade de regulação do mercado foram tomadas o período: para combater o aumento da inflação resultante do aumento dos preços internacionais das commodities, o governo reduziu os impostos sobre a venda de trigo e seus derivados; para enfrentar o aumento dos preços internacionais do petróleo, o governo promoveu uma diminuição da contribuição de intervenção no domínio econômico (CIDE) sobre o combustível e o diesel (LUKIC, 2015, p. 207-208).

Diante do final do segundo mandato de Lula, a então candidata Dilma Rousseff demonstrara a importância de compatibilizar a manutenção do modelo estatal desenvolvimentista com uma postura de maior contenção das contas públicas. Com a eleição de Dilma, observou-se que o discurso na corrida eleitoral não foi ferreamente aplicado, ao menos no tocante a manutenção do bem-estar orçamentário pretendido, considerando a situação da economia brasileira, sobretudo no segundo mandato desta presidente.

De todo modo, há de ser ressaltado que o governo Dilma de fato deu seguimento a medidas que levam a considerar a manutenção do paradigma desenvolvimentista

³⁹ Ou seja, mesmo que uma nova visão estava sendo colocada em prática, o governo ainda procurava manter as bases do antigo paradigma fiscalista. (LUKIC, 2015, p. 208)

⁴⁰ A avaliação de todas essas medidas iniciais voltadas para um paradigma “desenvolvimentista” foi marcada por um crescimento do PIB de 3,2% em 2003-2005 para 5,1% em 2006-2008. A redução do saldo primário de 2,5% em 2003-2005 para 2,3% do PIB em 2006-2008 em consequência das iniciativas fiscais e tributárias durante o segundo mandato de Lula indica que o crescimento econômico induziu um aumento das receitas fiscais e financiou a expansão das despesas primárias segundo Barbosa e Souza (2010). (LUKIC, 2015, p. 210)

durante seus mandatos. Ao final do segundo mandato do então presidente Luiz Inácio Lula da Silva, no dia 30 de dezembro de 2010, foi editada a Medida Provisória (MP) nº 517, que dispôs sobre a incidência do Imposto de Renda em operações específicas, além de alterar inúmeras leis ordinárias⁴¹, destacando as alterações na LSA – as quais serão analisadas de forma pormenorizada, servindo como exemplo de inovação tributária de caráter extrafiscal.

A Lei em questão tinha um tom notadamente desenvolvimentista, de modo a relegar uma intervenção indireta e multifacetada do Estado na Ordem Econômica. As provisões deste instrumento legal visavam a atrair investimentos em áreas que, de acordo com entendimento do Governo Federal, eram prioritárias para o melhor funcionamento do mercado brasileiro.

Esse entendimento encontra-se expressamente presente na Exposição de Motivos da MP, que, baseada em estudo realizado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), indicou a necessidade de arrecadação de 1.324,00 bilhões (um mil trezentos e vinte e quatro bilhões de reais) para financiar o crescimento econômico esperado para os anos de 2010 a 2013 alterando a base de financiamento de investimentos de longo prazo que, até o momento, eram feitos majoritariamente (90%) pelo BNDES. A Exposição de Motivos também destaca:

[...] Tal medida faz-se necessária para viabilizar a construção de um mercado privado de financiamento de longo prazo. Importa destacar que embora seja louvável a constatação de que o Brasil apresenta boas perspectivas de crescimento econômico, é necessário reconhecer que a convalidação destas perspectivas demanda a construção de uma nova base de financiamento para os projetos de maior maturação, o que perpassa pela maior participação da iniciativa privada como fonte complementar de *fundings*.

Nesse sentido, cumpre destacar que as alterações legislativas vão, conforme o mencionado, de inovações na Lei das Companhias até mesmo a mudanças nas regras de capitalização dos juros relacionados ao Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior – FIES. Todos estes esforços voltados para a promoção do crescimento da economia nacional.

A Exposição de Motivos entende a relevância da Participação do Mercado de Capitais para promoção do crescimento da economia, considerando que, antes da edição da MP, a captação feita por este mercado correspondia a um montante insatisfatório,

⁴¹ Essas alterações estão relacionadas no tópico 1 da Exposição de Motivos e também brevemente explicadas por Neves (2011).

sendo assim necessário o fomento ao mercado primário associado, ao mesmo tempo, com o desenvolvimento de um mercado secundário para a circulação dos títulos negociáveis, a fim de garantir a liquidez de capitais concomitantemente com a rentabilidade deste setor.

A MP foi convertida, em 24 de junho de 2011, na Lei nº 12.431/2011, mantendo as inovações mencionadas de forma substancial apesar de alguns artigos terem sido vetados⁴². Considerando que o Mercado de Capitais, aqui representado e mais detidamente analisado pelo mercado de debêntures, foi visto como um setor de relevância para este plano de expansão e incentivo à participação do setor privado nos investimentos que visavam proporcionar o crescimento econômico, demonstrou ser salutar fazer uma breve incursão no *status quo ante* do mercado de debêntures e nas alterações normativas que contribuíram para a mudança deste cenário.

Em conclusão, foi possível compreender ao longo do capítulo a relação existente entre mudanças no pensamento econômico e sua relação direta com a alteração da lógica tributária do Estado. Nesse contexto, a figura das debêntures incentivadas de infraestrutura foi associada com a mudança da política econômica estatal que buscou no Brasil, por meio desse título, adotar a tese da extrafiscalidade para atingir os seus objetivos específicos. Destarte, o último capítulo do presente trabalho pretende, a partir de exemplos práticos, ilustrar como tem se dado a aplicação da norma tributária de caráter extrafiscal na lógica do mercado de debêntures na experiência brasileira.

⁴² Art. 289, da Lei nº 6.404, de 15/12/1976, alterado pelo art. 6º; Art. 7º; Art. 29; Art. 46; Art. 47; Art. 48; Art. 56, inciso IV.

Capítulo III - As experiências brasileiras em Debêntures incentivadas de infraestrutura como instrumento de extrafiscalidade

O presente capítulo traz, respectivamente, as experiências das sociedades empresárias Eletrobrás e das Rodovias do Tietê relacionadas à emissão de debêntures incentivadas de infraestrutura.

Conforme indicado na introdução, este capítulo foi pensado como o momento para a partir das considerações teóricas e doutrinárias analisar como, efetivamente, as debêntures incentivadas de infraestrutura têm sido empregadas de modo a ilustrar as problemáticas que são associadas ao título.

No entanto, a pesquisa realizada no âmbito do STF e STJ não retornou, em termos numéricos, casos múltiplos que ilustrassem essa realidade. Desse modo, os esforços ora feitos foram direcionados na apresentação das experiências selecionadas que dispõe de insumos para uma análise. Reforço que o debate acadêmico sobre a figura das debêntures incentivadas de infraestrutura demonstrou ser base para estudos e investigações que poderão, oportunamente, dispor de mais situações-modelo para sua realização.

3.1 O caso da emissão das debêntures incentivadas de infraestrutura da Eletrobrás

Entre os anos de 1964 a 1976, a Eletrobrás passou a cobrar dos usuários de seus serviços, a título de empréstimo de compulsório, valores nas faturas de energia elétrica que vieram a ser chamadas de debêntures da Eletrobrás. Ocorre que estes valores passaram a ser cobrados judicialmente como títulos executivos extrajudiciais contra a Sociedade de Economia Mista e também utilizados como garantia em execuções fiscais.

A controvérsia sobre essas debêntures em específico pode ser resumida em três aspectos principais: (i) se tais títulos deveriam ou não ser assim considerados, ou seja, se eram ou não debêntures; (ii) se estes títulos poderiam ou não ser usados no processo de execução, questionando a liquidez do título; e (iii) diretamente relacionado a questão da natureza jurídica elencada, era se estes estariam ou não prescritos.

Teixeira (2008) destaca que desde 2005 o STJ estava firmando precedentes no sentido de reconhecer que por não terem liquidez garantida, as debêntures da Eletrobrás não podiam ser usadas em execuções. Contudo, em 2006 uma decisão⁴³ da Primeira

⁴³ TRIBUTÁRIO. PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. AUSÊNCIA DE PREQUESTIONAMENTO. SÚMULAS 282 E 356 DO STF. OMISSÃO NO JULGADO.

Turma do Tribunal da Cidadania aceitou o uso desses títulos de dívida como penhora em ações de cobrança ajuizadas contra autoridades fazendárias no país, interpretação que veio a ser ratificada pela Primeira Seção daquele Tribunal no mesmo ano.

Todavia, no final de 2006 a Primeira Turma mudou o entendimento até então adotado, passando a determinar que, em verdade, não seria possível utilizar os títulos de dívida em análise como garantia de execuções, embora a Segunda Turma do STJ tenha mantido o entendimento ratificado pela Primeira Seção deste juízo (TEIXEIRA, 2008).

Nesse contexto de insegurança jurídica, foram ajuizadas inúmeras ações baseadas nas debêntures da Eletrobrás “Uma banca do interior paulista colocou 25 advogados em ação para cuidar da disputa, e apenas dois escritórios no Rio Grande do Sul calculavam ter juntos ter R\$ 5 bilhões em debêntures” (TEIXEIRA, 2008, n.p).

Assim o caso foi levado novamente para julgamento da primeira seção do STJ como processo repetitivo que utilizou o Recurso Especial (RESp) Nº 1.050.199 - RJ (2008/0086160-0)⁴⁴ como representativo da controvérsia. Nessa oportunidade o acórdão

INOCORRÊNCIA. EXECUÇÃO FISCAL. PENHORA DE DEBÊNTURES EMITIDAS PELA ELETROBRÁS. TÍTULOS DE CRÉDITO SEM COTAÇÃO EM BOLSA. POSSIBILIDADE.

APLICAÇÃO DO ART. 11, VIII, DA LEI 6.830/80.

1. A falta de prequestionamento da questão federal impede o conhecimento do recurso especial (Súmulas 282 e 356 do STF).

2. Não viola o artigo 535 do CPC, nem importa em negativa de prestação jurisdicional o acórdão que adota fundamentação suficiente para decidir de modo integral a controvérsia posta. Precedentes: Edcl no AgReg no EResp 254949/SP, Terceira Seção, Min. Gilson Dipp, DJ de 08.06.2005; Edcl no MS 9213/DF, Primeira Seção, Min. Teori Albino Zavascki, DJ de 21.02.2005; Edcl no AgReg no CC 26808/RJ, Segunda Seção, Min. Castro Filho, DJ de 10.06.2002.

3. A debênture, título executivo extrajudicial (CPC, art. 585, I), é emitida por sociedades por ações, sendo título representativo de fração de mútuo tomado pela companhia emitente. A debênture confere aos seus titulares um direito de crédito (Lei 6.404, de 15.12.1976, art. 52), ao qual se agrega garantia real sobre determinado bem e/ou garantia flutuante assegurando privilégio geral sobre todo o ativo da devedora (art. 58). É, igualmente, título mobiliário apto a ser negociado em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão, nos termos da legislação específica (Lei 6.385, de 07.12.1976, art. 2º).

4. Dada a sua natureza de título de crédito, as debêntures são bens penhoráveis. Tendo cotação em bolsa, a penhora se dá na gradação do art. 655, IV (“títulos de crédito, que tenham cotação em bolsa”), que corresponde à do art. 11, II, da Lei 6.830/80; do contrário, são penhoráveis como créditos, na gradação do inciso X de mesmo artigo (“direitos e ações”), que corresponde à do inciso VIII do art. 11 da referida Lei, promovendo-se o ato executivo nos termos do art. 672 do CPC.

5. Recurso especial parcialmente conhecido e, nessa parte, desprovido.

(REsp 796.116/RS, Rel. Ministro TEORI ALBINO ZAVASCKI, PRIMEIRA TURMA, julgado em 20/04/2006, DJ 08/05/2006, p. 176)

⁴⁴ TRIBUTÁRIO E ADMINISTRATIVO ? EMPRÉSTIMO COMPULSÓRIO SOBRE ENERGIA ELÉTRICA ? LEI 4.156/62 (COM ALTERAÇÕES DO DECRETO-LEI 644/69): ART.

4º, § 11 ? OBRIGAÇÕES AO PORTADOR ? PRAZO PRESCRICIONAL X DECADENCIAL ? PRECEDENTE DA PRIMEIRA SEÇÃO: REsp 983.998/RS ? VIOLAÇÃO DO ART. 535 DO CPC: INEXISTÊNCIA ? DISSÍDIO NÃO CONFIGURADO 1. Dissídio jurisprudencial não configurado porque não demonstrado que, nos acórdãos paradigmas, a discussão da prescrição girava em torno da obrigações ao portador emitidas com base na legislação anterior ao Decreto-lei 1.512/76.

do repetitivo, de relatoria da Ministra Eliana Calmon, consignou que as obrigações emitidas pela Eletrobrás não consistiam em títulos de natureza privada, afastando o prazo prescricional de 20 anos do Código Civil vigente a época dos fatos. A Relatora entendeu que se tratavam de obrigações de natureza administrativa provenientes de uma obrigação tributária, estando sujeitas ao prazo prescricional de 5 anos.

Para fundamentar esse entendimento, a Relatora fez a distinção entre obrigações ao portador decorrente do recolhimento de empréstimo compulsório e as debêntures considerando que no caso da Eletrobrás seria adequado utilizar o primeiro termo. Adotando a conceituação feita pela Sociedade de Economia Mista, aduziu que obrigações

2. Prequestionadas, ao menos implicitamente, as teses trazidas no especial, não há que se falar em ofensa ao art. 535 do CPC.

3. A disciplina do empréstimo compulsório sofreu diversas alterações legislativas, havendo divergência na sistemática de devolução, a saber: ? na vigência do Decreto-Lei nº 644/1969 (que modificou a Lei 4.156/62): a) a conta de consumo quitada (com o pagamento do empréstimo compulsório) era trocada por OBRIGAÇÕES AO PORTADOR; b) em regra, o resgate ocorria com o vencimento da obrigação, ou seja, decorrido o prazo de 10 ou 20 anos; excepcionalmente, antes do vencimento, o resgate ocorria por sorteio (autorizado por AGE) ou por restituição antecipada com desconto (com anuência dos titulares); c) no vencimento, o resgate das obrigações se daria em dinheiro, sendo facultado à ELETROBRÁS a troca das obrigações por ações preferenciais; e d) o contribuinte dispunha do prazo de 5 anos para efetuar a troca das contas por OBRIGAÇÕES AO PORTADOR e o mesmo prazo para proceder ao resgate em dinheiro; ? na vigência do Decreto-lei 1.512/76: os valores recolhidos pelos contribuintes eram registrados como créditos escriturais e seriam convertidos em participação acionária no prazo de 20 anos ou antecipadamente, por deliberação da AGE.

4. Hipótese dos autos que diz respeito à sistemática anterior ao Decreto-lei 1.512/76, tendo sido formulado pedido de declaração do direito ao resgate das obrigações tomadas pelo autor e a condenação da ELETROBRÁS à restituição dos valores pagos a título de empréstimo compulsório com correção monetária plena, juros remuneratórios e moratórios, incluindo-se a taxa SELIC e, alternativamente, a restituição em ações preferenciais nominativas do tipo "B" do capital social da ELETROBRÁS.

5. A Primeira Seção, no julgamento do REsp 983.998/RS, em 22/10/2008, assentou que a: a) as OBRIGAÇÕES AO PORTADOR emitidas pela ELETROBRÁS em razão do empréstimo compulsório instituído pela Lei 4.156/62 não se confundem com as DEBÊNTURES e, portanto, não se aplica a regra do art. 442 do CCom, segundo o qual prescrevem em 20 anos as ações fundadas em obrigações comerciais contraídas por escritura pública ou particular. Não se trata de obrigação de natureza comercial, mas de relação de direito administrativo a estabelecida entre a ELETROBRÁS (delegada da União) e o titular do crédito, aplicando-se, em tese, a regra do Decreto 20.910/32.

b) o direito ao resgate configura-se direito potestativo e, portanto, a regra do art. 4º, § 11, da Lei 4.156/62, que estabelece o prazo de 5 anos, tanto para o consumidor efetuar a troca das contas de energia por OBRIGAÇÕES AO PORTADOR, quanto para, posteriormente, efetuar o resgate, fixa prazo decadencial e não prescricional.

c) como o art. 4º, § 10, da Lei 4.156/62 (acrescido pelo DL 644/69) conferiu à ELETROBRÁS a faculdade de proceder à troca das obrigações por ações preferenciais, não exercida essa faculdade, o titular do crédito somente teria direito, em tese, à devolução em dinheiro.

6. Hipótese em que decorreu mais de 5 (cinco) anos entre a data do vencimento das OBRIGAÇÕES AO PORTADOR e a data do ajuizamento da ação, operando-se a decadência (e não a prescrição).

7. Acórdão mantido por fundamento diverso.

8. Recurso especial não provido.

(REsp 1050199/RJ, Rel. Ministra ELIANA CALMON, PRIMEIRA SEÇÃO, julgado em 10/12/2008, DJe 09/02/2009)

ao portador emitidas não se confundem com debêntures, pois a sua emissão decorreu de uma imposição legal, realizada pela empresa enquanto delegatária da União e não de um ato de vontade empresarial.

No momento de emissão das obrigações, a Eletrobrás teria agido sob supervisão do mencionado ente da Federação e por esse motivo não seriam aplicáveis as previsões da Lei das Companhias para emissão de debêntures, de modo que os títulos não seriam valores mobiliários e tampouco negociáveis na bolsa de valores destituídos de cotação e de exigibilidade. Em verdade, a emissão estaria fundamentada na legislação que regulamenta o empréstimo compulsório, sendo, portanto, aplicável à espécie as regras prescricionais dessa modalidade de tributo.

Afim de distinguir as duas modalidades de instrumento de arrecadação de fundos para a companhia, a Relatora indica que a disciplina legal das debêntures se encontra nos Arts. 52 a 56 da LSA. A conceituação deste título de dívida é também embasada na Doutrina de Fran Martins e Fábio Ulhoa Coelho sendo feita uma incursão nas distinções conceituais adotadas por cada doutrinador. A Relatora adotou ainda decisão da Comissão de Valores Mobiliários no julgamento do Processo Administrativo CVM RJ 2005/7230, *in verbis*:

(...)

c. as obrigações emitidas pela Eletrobrás em decorrência da Lei 4.156/62 não podem ser consideradas **valores mobiliários**, porquanto, quando de sua emissão, não constavam da relação do art. 2.º da Lei 6.385/76 e tampouco eram admitidas como valores mobiliários pelo CMN; muito pelo contrário, as obrigações da Eletrobrás decorreram de relação tributária (empréstimo compulsório), imposta por lei aos contribuintes, independentemente da sua vontade; sendo assim, não guardam nenhuma relação com decisões de investimento em valores mobiliários, que dependem necessariamente da vontade do investidor; diferentemente das obrigações da Eletrobrás, **as debêntures** seguem regime legal próprio previsto na Lei 6.404/76 (art. 52 e seguintes da Lei 6.404/76); por todas essas razões, as referidas obrigações da Eletrobrás não podem ser confundidas com debêntures (BRASIL, 2008, p. 17-18).

Destarte, considerando que se tratam, na verdade, de obrigações ao portador decorrentes de dívida de natureza tributária e não em debêntures, conclui o julgamento adotando as previsões do Código Tributário Nacional (CTN) para cálculo de prazo prescricional e, por conseguinte, a Relatora votou sendo acompanhada pela unanimidade da primeira seção do STJ. Não obstante no caso em análise o ter prevalecido o entendimento apresentado, a nível de instância uniformizadora e extraordinária, a escolha desse caso é justificada como a exemplificação das principais controvérsias levadas até o

judiciário brasileiro envolvendo as debêntures na história do país, sobretudo no período anterior a promulgação da Lei nº 12.341/2011.

Como é possível observar por meio da descrição fática que embasou a controvérsia judicial e os fundamentos da decisão judicial em questão, é visível que o ponto central de discussão era relativo à natureza jurídica do título emitido pela Eletrobrás. Uma vez que haveria uma verdadeira fuga ao escopo de análise delimitado para o presente trabalho, o comentário sobre a decisão judicial se limita a pontuar que, sob o aspecto formal, apesar de ter características tributárias, especificamente da espécie tributária Empréstimo Compulsório, no aspecto material são constatadas inúmeras características que aproximam o título em questão da figura das debêntures, como, por exemplo, a similaridade do meio de remuneração dos títulos e o prazo de duração do “investimento”.

Nessa linha, e dando continuidade ao paralelo traçado entre as debêntures da Eletrobrás com aquelas previstas pela legislação contemporânea, salientamos que, caso tivessem sido emitidas com fundamento no Art. 148, II,⁴⁵ da CRFB/88, ante a necessidade de investimento público de caráter urgente e de relevante interesse nacional, estaria a figura em análise ainda mais próxima das debêntures incentivadas de infraestrutura, pois: trata-se de investimento em infraestrutura; no tocante ao relevante interesse nacional desenvolvimentista pretendidos por essa modalidade do título de dívida, é possível entender que as consequências e repercussões econômicas ou sociais se dariam a nível nacional e esta modalidade implica na repartição, ainda que temporária, das fontes de custeio de investimentos.

3.2 O caso das debêntures incentivadas de infraestrutura da concessionária Rodovias Tietê - RDVT11

Fundada em 2009, a concessionária Rodovias do Tietê S.A em abril deste ano assinou contrato de concessão com o governo de do Estado de São Paulo. O termo de concessão tem prazo de 30 anos e faz referência a gestão das rodovias SP-101 (Rodovia Jornalista Francisco Aguirre Proença), SP-113 (Rodovia Dr. João José Rodrigues), SP-

⁴⁵ Art. 148. A União, mediante lei complementar, poderá instituir empréstimos compulsórios:
[...]

II - no caso de investimento público de caráter urgente e de relevante interesse nacional, observado o disposto no art. 150, III, "b".

308 (Rodovia Comendador Mário Dedini), SP-300 (Rodovia Marechal Rondon), SP-209 (Rodovia Prof. João Hipólito Martins) e SPI-162/308 (Contorno de Piracicaba- Rodovia Ernesto Paterniani).

Em junho de 2013, a empresa emitiu cerca de R\$ 1 bilhão de debêntures incentivadas de infraestrutura⁴⁶ visando atrair alternativas de financiamento para seus projetos de infraestrutura com vencimento agendado para o dia 15 de junho de 2028. Essa emissão foi registrada perante a Comissão de Valores Monetários em julho do mencionado ano sob o nº CVM/SRE/DEB/2013/017 e adotou a remuneração do título pela IPCA no importe de 8%, de caráter exponencial, a cada 6 meses, além de determinar o mesmo prazo para a amortização com carência máxima no dia 15/12/2017.

D'Agosto (2019) relata que a agência Moody's atribuiu, num primeiro momento, a nota Ba2 a nível internacional e Aa2.br a nível interno para o risco da Emissão. Nesse sentido, explica que:

A classificação Ba em escala global é considerada como especulativa e está sujeita a substancial risco de crédito. Já a nota Aa.br indica que, no Brasil, a qualidade de crédito é muito elevada em relação a outros emissores domésticos (D'AGOSTO, 2019).

No momento da emissão, a oportunidade de investimento atraiu 463 pessoas físicas para promover o aporte de capital em questão, número que pode ser entendido como baixo, considerando que as pessoas físicas, por força do estabelecido pela Lei das Debêntures Incentivadas de Infraestrutura, são isentas do pagamento de Imposto de Renda pelos fatos geradores associados a esse tipo de debênture. Mesmo que no primeiro momento o título não tenha atraído número expressivo de investidores, em determinado período houve um aumento expressivo das negociações envolvendo o título.

D'agosto (2019) demonstra que, por força do acúmulo de negócios no mercado secundário, o número de negociações aumentou de maneira significativa a partir de 2014, havendo um aumento ainda mais expressivo a partir de meados de 2016 até meados de 2017, chegando a um número de aproximadamente 40.000 negociações no ano de 2018. Nesse sentido o autor contabiliza cerca de 18 mil investidores que alocaram seus recursos nesta debênture de infraestrutura.

Traçando uma linha do tempo desde a arrematação e concessão do trecho rodoviário gerido pela Companhia, Moura e Martínez-Vargas (2019) indicam que, ao

⁴⁶ RDVT11 é o código utilizado na emissão das debêntures.

mesmo tempo em que houve o aumento na compra dos títulos pelos investidores no ano de 2014, também ocorreu o início da queda na arrecadação pelos pedágios geridos pela concessionária, devido ao contexto de crise econômica que assolou o Brasil no período. A partir de 2015 mais da metade da receita líquida da companhia passou a ser utilizada para o pagamento das debêntures de infraestrutura emitidas.

Já em 2017⁴⁷ a empresa Rodovias Tietê expandiu, no montante de R\$ 1 bilhão⁴⁸, os gastos em obras realizadas pela empresa que também pediu, sem sucesso, a revisão do contrato de concessão e os termos estabelecidos quando do momento da emissão das debêntures incentivadas. Em 2018, o pagamento aos debenturistas passou a corresponder a 71,46% da receita líquida da empresa demonstrando um aumento ainda maior do que o ocorrido em 2015.

Nesse cenário a companhia solicitou o reperfilamento da dívida para que fossem estabelecidas novas condições de pagamento dos valores devidos. No entanto, como salientado por Tarré e Abe (2019), o quórum para aprovação da proposta de renegociação é de 100% dos debenturistas presentes, fator que tornou, na prática, impossível a mudança nas condições de pagamento ante a diversidade de investidores que adquiriram as debêntures em análise.

Assim, em setembro de 2019 foi realizada assembleia de debenturistas, na qual foi levada a voto a proposta de vencimento antecipado dos títulos, além da determinação de que este órgão tivesse controle da conta bancária que recebe a receita oriunda da cobrança de pedágios nos trechos fiscalizados pela companhia. O intuito era incentivar que a empresa desse entrada no pedido de Recuperação Judicial⁴⁹, tendo em vista que o quórum para aprovação do plano de reperfilamento é de 50% + 1 dos credores presentes.

Três dias depois desta assembleia, a companhia ajuíza pedido de recuperação judicial, deferido, tendo sido em seguida determinado a retomada de controle da conta bancária para a Companhia. No final de 2019, no dia 4 de dezembro, uma representante

⁴⁷ Nesse mesmo período os títulos deixaram de ter liquidez servindo como marco das tentativas de renegociação das condições de pagamento.

⁴⁸ Tarré e Abe (2019) destacam que essa despesa é significativa para companhia considerando que o fluxo de caixa gerado pela companhia é de aproximadamente R\$ 150 milhões por ano não havendo provisões para remuneração dos títulos por ela emitidos.

⁴⁹ Estes autores entendem que o pedido de recuperação é benéfico considerando a redução do quórum para aprovação da renegociação e que as dívidas com debentures são a principal despesa da companhia de modo que seria interessante para os debenturistas que, efetivamente, receberiam os seus créditos inadimplidos.

das debenturistas recorreu da decisão que tirou destes o controle da conta da bancária da sociedade empresária. A recuperação judicial encontra-se em trâmite e por isso não é possível conjecturar sobre o andamento do processo. Mesmo que a expectativa dos investidores seja positiva em relação a este feito, existe ainda a possibilidade de caducidade da concessão realizada à companhia, devido ao seu contexto financeiro e também pelo atraso em obras que haviam sido pactuadas no momento da concessão (PAVINI, 2019).

Conclusão

O presente trabalho surgiu a partir de uma inquietação que se mostrou pertinente, qual seja, a necessidade de debates acadêmicos sobre as debêntures incentivadas de infraestrutura, que são alternativas para diversificação das fontes de investimento em infraestrutura, aspecto de suma relevância considerando o contexto de busca pelo crescimento econômico. A organização dos capítulos e o encadeamento das ideias levantadas demonstrou que a falta de discussões teóricas sobre as debêntures incentivadas de infraestrutura é uma lacuna a ser suprida e nesse sentido foi estruturada a problemática a ser analisada.

No entanto, considerando a complexidade do estudo empreendido e a necessidade de uma reflexão aprofundada sobre as diversas nuances pertinentes ao tema em estudo, esse trabalho se presta a ser, em verdade, um marco inicial para o exame minucioso que deve ser realizado a partir das contribuições das diversas áreas de direito bem como os diversos ramos do conhecimento que tragam contribuições positivas para esse tipo de pesquisa.

Por ter sido estruturado a partir de análises que envolvem, principalmente, contribuições doutrinárias do Direito Comercial, Tributário e Constitucional em alguma medida, e ainda da Economia Política e da Macroeconomia, mostra-se pertinente fazer, em primeiro lugar, uma levatada de conclusões parciais que, em conjunto, fundamentem uma conclusão geral sobre o tema.

Primeiramente foi tencionado traçar um panorama analítico sobre as debêntures em sentido amplo e abordando, pela primeira vez neste trabalho, as figuras das debêntures de infraestrutura. Assim, o primeiro capítulo foi iniciado apresentando um histórico do surgimento desse título de dívida no Brasil, demonstrando as mudanças ocorridas ao longo dos anos bem como discussões teóricas relativas as debêntures.

A partir das primeiras contribuições teóricas encontradas observou-se que as principais controvérsias sobre as previsões legais de debêntures estão focadas em aspectos que antecedem a circulação do título no mercado, enfatizando fatores distintivos na classificação das debêntures como se observa no debate sobre a natureza jurídica do título e a pertinência da sua classificação enquanto título de crédito na conceituação clássica feita por Vivante.

Os embates teóricos mencionados são de suma importância na medida em que se prestam a exaltar os fatores distintivos das debêntures frente as demais modalidades de investimento e títulos emitidos pelas companhias, e por essa razão foram devidamente explorados ao longo deste trabalho. O ponto inicial da demonstração da relevância desse título de dívida para economia nacional evidencia a relevância do estudo empreendido considerando o volume expressivo de capital associado a circulação de debêntures.

Destacamos o crescimento no volume de debêntures ao longo dos anos e que esse aumento, refletido pela quantia de debêntures de infraestrutura emitidas ao longo dos anos, representa a materialização da pretensão da Lei nº 12.431/2011 de incentivar a participação do setor privado no financiamento de investimentos de infraestrutura. Assim, houve a diversificação da fonte de renda de empreitadas que eram, em sua grande maioria, realizados apenas pelo setor público, havendo uma clara pretensão de modificação no nível de intervenção do Estado na ordem econômica.

Retomamos que nesse ponto do estudo pareceu ser adequada a análise de dados quantitativos relativos ao perfil do debenturista dessa modalidade específica do título de dívida. Contudo, a falta de dados no intervalo de tempo específico, as generalizações feitas nas estatísticas coletadas, as imprecisões terminológicas da base sobre o assunto impossibilitaram, atualmente, a realização de análises quantitativas que seriam de grande relevância para o presente trabalho.

Esse foi o ponto de partida da análise de Direito Econômico e Tributário realizada no segundo capítulo. O tema da extrafiscalidade, como demonstrado, foi por si só capaz de gerar várias reflexões sobre a política econômica pensada no Brasil ao longo dos anos. O aprofundamento nos aspectos teóricos da extrafiscalidade tornou possível perceber o caráter dual dessa finalidade, característica que pode ser adotada para certas espécies tributárias considerando esse paradoxo de uma origem associada ao movimento do socialismo acadêmico e que desencadeou, na realidade brasileira, em uma medida que pode ser entendida como uma tentativa do Estado em se abster da prestação de fatores de produção de base, como é o caso da infraestrutura.

O “paradoxo” identificado ganha contornos ainda mais expressivos considerando que a Lei das Debêntures Incentivadas de Infraestrutura foi concebida durante um mandato presidencial que, ao menos em tese, pretendia conferir ao Estado brasileiro características prestacionais e intervencionistas de forma mais acentuada. Destarte, é

interessante perceber que uma medida, em tese, liberalizante cuja origem histórica é, na verdade, uma tentativa de controle estatal acentuado, foi utilizada por um governo com uma retórica de política econômica heterodoxa na adoção de uma medida de afastamento do Estado do controle direto da atividade econômica.

Tal aspecto contribuiu enormemente para o desenvolvimento desta pesquisa, pois análises de comportamento de mercado ante mudanças na seara tributária são pouco frequentes em pesquisas jurídicas, embora comuns nas ciências econômicas. Essa ideia foi fundamental para sustentar o argumento da necessidade de multidisciplinariedade e o seu potencial enriquecedor para as conclusões que possam ser levantadas a partir da vasta base teórica disponível.

Outro ponto de grande relevância é a contribuição do presente trabalho na tentativa de se fazer uma análise de política econômica a partir das alterações tributárias, o que, por sua vez, também demonstra ser prática pouco comum em trabalhos acadêmicos capitaneados por uma análise jurídica.

Desse modo, chegamos aos estudos de caso elegidos como relevantes para uma melhor compreensão do uso das debêntures incentivadas de infraestrutura como ferramenta de extrafiscalidade. O primeiro caso estudado, das debêntures da Eletrobrás, demonstrou ser importante ainda que tenha prevalecido a tese de que se tratavam de obrigações ao portador decorrente da imposição de um empréstimo compulsório no qual a Sociedade de Economia Mista figurou como polo ativo na relação tributária em questão.

Aqui cabe frisar que, em que pese ter vigorado o entendimento mencionado no âmbito dos tribunais superiores, este caso serve como exemplo paradigmático envolvendo o conceito de debênture. Nesse sentido, é possível compreender a razão das obrigações ao portador da Eletrobrás serem conhecidas até a atualidade como debêntures desta sociedade empresária. Ademais, o caso serve como marco para controvérsias judiciais sobre esse título de dívida antes da introdução no ordenamento jurídico brasileiro da modalidade incentivada das debêntures.

Na emissão de debêntures incentivadas de infraestrutura realizadas pelas Rodovias do Tietê, é possível observar um uso do título que demonstrou ser insustentável, pois, com o passar dos anos, o instrumento que pretendia atrair fundos para a companhia acabou sendo motivo de sua crise financeira. Por se tratar de um caso recente e que ainda não tem um final definido, não é possível fazer considerações conclusivas para eleger este

exemplo como caso a não ser seguido por outras sociedades empresárias ou, ainda, quais são os aspectos positivos e negativos do caso para que outras companhias possam fazer todas as análises e planejamentos necessários para evitar o descontrole associado ao pagamento dessas obrigações.

De todo modo, o caso das Rodovias do Tietê é inegavelmente relevante e certamente será utilizado como objeto de estudo de outros trabalhos a serem realizados. Aqui é explicitada a necessidade de esforços multidisciplinares para garantir uma leitura do caso que demonstre ser útil para diversas áreas do conhecimento. Os investimentos em infraestrutura são, de acordo com a literatura das Ciências Econômicas, fator responsável pela promoção do aumento da produtividade, da capacidade de exportação, de fomento ao mercado interno e de forte crescimento econômico.

Desse modo, contrastando objetivamente com as hipóteses e perguntas de pesquisa iniciais, retomo que buscamos entender se a previsão normativa e doutrinária das debêntures incentivadas de infraestrutura corresponde com a prática e também compreender se houve o atendimento das expectativas das sociedades empresárias que as emitem e do fisco representando, assim, o atendimento simultâneo dos interesses públicos e privados destacados.

Portanto, a partir dos casos destacados, é possível afirmar que a resposta para todas indagações elencadas é negativa reforçando, novamente, a necessidade de esforços acadêmicos e normativos para o aperfeiçoamento das debêntures incentivadas de infraestrutura de modo que estas possam cumprir com a finalidade de sua criação. Ademais, frisa-se que a hipótese de pesquisa acabou sendo respondida negativamente.

Desse modo, o presente trabalho pretendeu servir como um mapeamento de questões relevantes para a melhor compreensão do fenômeno em estudo e se posiciona com motivação ante as possibilidades de novos trabalhos que possam servir como fundamento de políticas econômicas que promovam o crescimento da economia brasileira.

Referências Bibliográficas

ADAMY, Pedro. Instrumentalização do Direito Tributário. *in*: ÁVILA, Humberto. Fundamentos do Direito Tributário. São Paulo: Marcial Pons, 2012.

ADAMY, Pedro. Origens Teóricas da Extrafiscalidade. **Revista Direito Tributário Atual**, São Paulo, v. 39, p.367-376, 2018. Disponível em: <<https://ibdt.org.br/RDTA/39/origens-teoricas-da-extrafiscalidade/>>. Acesso em: 30 set. 2019.

ALBAN, Thiago Anton. Extrafiscalidade, Estado Social e Teorias de „Justiça: Possibilidades dialógicas. **Direito Público**, Brasília, v. 62, p.135-145, mar/abril. 2015.

ALVES, Bruna Alexandre Marques; DUARTE, Francisco Carlos. APLICAÇÕES DA EXTRAFISCALIDADE NO DIREITO BRASILEIRO. **Revista Direito e Desenvolvimento**, João Pessoa, v. 7, n. 2, p.280-300, dez. 2016. Semestral. Disponível em: <<https://periodicos.unipe.br/index.php/direitoedesenvolvimento/article/view/329>>. Acesso em: 30 set. 2019.

AMARAL, José Romeu Garcia do. **Ensaio Sobre o Regime Jurídico das Debêntures**. 2014. 261 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21012015093339/publico/Versao_Completa_Ensaio_sobre_o_regime_juridico_das_debentures_df>. Acesso em: 15 jan. 2020.

ANBIMA. **Debêntures já representam quase 50% das emissões de 2019**. 2019. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-ja-representam-quase-50-das-emissoes-de-2019-8A2AB2916D03F1C6016D161EF87365B5.htm>. Acesso em: 31 jan. 2020.

ANBIMA. Emissões domésticas registram aumento de 59,3% em 2019. 2020. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-domesticas-registram-aumento-de-59-3-em-2019.htm. Acesso em: 10 mar. 2020.

ASCARELLI, Tullio. Origem do Direito Comercial. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. São Paulo, n. 103, p. 87-100, jul./set. 1996.

BNDES. Títulos de dívida. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/titulos-de-divida-corporativa>>. Acesso em: 28 fev. 2020.

BRASIL. Lei n. 10.406, 10 de janeiro de 2002. **Institui o Código Civil.** Diário Oficial da União, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406compilada.htm>. Acesso em: 30 jan. 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.050.199-RJ (2008/0086160-0). Recorrente: Alan Jose Salles Zoccoli e Outros. Recorrida: CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S/A ELETROBRÁS. Relatora: Ministra Eliana Calmon. Brasília, 10 de Dezembro de 2008.

BUFFON, Marciano. **TRIBUTAÇÃO E DIREITOS SOCIAIS: A EXTRAFISCALIDADE INSTRUMENTO DE EFETIVIDADE.** *Revista Brasileira de Direito*, Passo Fundo, v. 8, p.38-68, jul/dez 2012.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. **História do Mercado de Capitais.** Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html>. Acesso em: 25 jan. 2020

D'AGOSTO, Marcelo. Entenda o caso RDVT11, da Rodovias do Tietê. 2019. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/blogs/marcelo-dagosto/post/2019/11/entenda-o-caso-rdvt11-da-rodovias-do-tiete.ghtml>. Acesso em: 11 mar. 2020.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada, 2o ed. , São Paulo, Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. Emissão de debêntures. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 721, p.52-61, nov. 1995.

ESTÁCIO. Tributação do Mercado Financeiro e de Capitais. S.d. Disponível em: <http://pos.estacio.webaula.com.br/Cursos/PG0194/docs/apostila.pdf>. Acesso em: 09 de Junho de 2019.

FARIA, Luiz Alberto Gurgel de. **A EXTRAFISCALIDADE COMO FORMA DE CONCRETIZAÇÃO DO PRINCÍPIO DA REDUÇÃO DAS DESIGUALDADES REGIONAIS.** 2009. 188 f. Tese (Doutorado) - Curso de Programa

de Pós-graduação em Direito, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2009. Disponível em: <<https://repositorio.ufpe.br/handle/123456789/4181>>. Acesso em: 02 dez. 2019.

FORGIONI, Paula Andrea. A Evolução Do Direito Comercial brasileiro: da mercadoria ao mercado. Prefácio: Eros Roberto Graus – São Paulo: Editor Revista dos Tribunais, 2009.

FRAZÃO, Ana. Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

GOUVÊA, Marcus de Freitas. Questões Relevantes Acerca da Extrafiscalidade no Direito Tributário. **Interesse Público - Ip**, Belo Horizonte, v. 34, nov. 2005. Bimestral.

introduzione e teoria dell'impresa. 3ª ed., Milano: Giuffrè, 1962.

INVESTIMENTOS, Xp. **Material Explicativo sobre Debêntures**. 2014. Disponível em: <https://focusinvestimentos.com/Focalise/Explicativo_DEB.pdf>. Acesso em: 04 fev. 2020.

LEÃO, Martha. Contributo para o Estudo da Extrafiscalidade: a Importância da Finalidade na Identificação das Normas Tributárias Extrafiscais. **Revista Direito Tributário Atual**, São Paulo, v. 34, p.303-325, 2015. Semestral. Disponível em: <<https://ibdt.org.br/RDTA/39/origens-teoricas-da-extrafiscalidade/>>. Acesso em: 30 set. 2019.

LOPES, Carlos Fernando Lagrota Rezende; ANTUNES, Luanda Pereira; CARDOSO, Marco Aurélio Santos. Financiamentos de Longo Prazo: Mercado de Debêntures e Programa de Emissão da BNDESPAR. Revista do Bndes, Rio de Janeiro, v. 14, n. 27, p.43-70, jun. 2007.

LUKIC, Melina de Souza Rocha. Extrafiscalidade e Regulação da Economia: as mudanças tributárias nos Governos Lula e Dilma. Sequência: Estudos Jurídicos e Políticos, [s.l.], v. 36, n. 71, p.197-220, 8 dez. 2015. Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). <http://dx.doi.org/10.5007/2177-7055.2015v36n71p197>

MÁXIMO, Wellton. **Emissões de debêntures incentivadas de infraestrutura atingem R\$ 33,76 bi em 2019. 2020**. Disponível em: <<http://agenciabrasil.etc.com.br/economia/noticia/2020-01/emissoes-de-debentures-incentivadas-atingem-r-3376-bi-em-2019>>. Acesso em: 31 jan. 2020.

MENDES, Eduardo Meyer; MENDES, Tiago Meyer. **DA DEFINIÇÃO DO TRIBUTO À EXTRAFISCALIDADE. (re) Pensando Direito**, Santo Ângelo, v. 6, p.33-50, jul/dez. 2013. Semestral. Disponível em: <<http://local.cnecsan.edu.br/revista/index.php/direito/article/view/69>>. Acesso em: 30 set. 2019.

MOURA, Júlia; MARTÍNEZ-VARGAS, Ivan. Para não perder investimento, credores querem recuperação judicial rápida para Rodovias do Tietê. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2019/12/para-nao-perder-investimento-credores-querem-recuperacao-judicial-rapida-para-rodovias-do-tiete.shtml>. Acesso em: 11 mar. 2020.

NASCIMENTO, Marcelo Machado et al. **Mercado de capitais**. In: FERRARI, Marcos Adolfo Ribeiro (Org.) et al. O BNDES e as agendas setoriais: contribuições para a transição de governo. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2018. p. 173-184. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/18161/1/PRCapLiv214810_Mercado%20de%20Capitais_compl_P_BD.pdf>. Acesso em: 04 fev. 2020.

NEVES, Maria. Benefícios fiscais para várias áreas são instituídos por MP. Agência Câmara de Notícias. Brasília,. 05 jan. 2011. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/208688-beneficios-fiscais-para-varias-areas-sao-instituidos-por-mp/>. Acesso em: 04 abr. 2020.

PAVINI, Ângelo. Rodovias do Tietê tenta acordo para renegociar debêntures com investidores. 2019. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/mercados/rodovias-do-tiete-tenta-acordo-para-renegociar-debentures-com-investidores/>. Acesso em: 11 mar. 2020.

ROCHA, Paulo Victor Vieira da. Fiscalidade e Extrafiscalidade: uma Análise Crítica da Classificação Funcional das Normas Tributárias. **Revista Direito Tributário Atual**, São Paulo, v. 32, p.257-274, jan. 2014. Semestral. Disponível em: <<https://ibdt.org.br/RDTA/39/origens-teoricas-da-extrafiscalidade/>>. Acesso em: 30 set. 2019.

SANTOS, Durval José Soledade. **A Debênture como instrumento de aplicação e captação de recursos: Principais temas de pesquisa no Brasil**. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 101, p.27-36, jan-mar. 1996.

SND - Sistema Nacional de Debêntures/ [Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto] (ANDIMA). **Estudos especiais**. Rio de Janeiro, 1998.

STJ. RECURSO ESPECIAL: 1050199/RJ. Rel. Ministra ELIANA CALMON, PRIMEIRA SEÇÃO, julgado em 10/12/2008, DJe 09/02/2009. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=200800861600&dt_publicacao=09/02/2009>. Acesso em: 01 dez. 2020.

STJ. RECURSO ESPECIAL: 796.116/RS, Rel. Ministro TEORI ALBINO ZAVASCKI, PRIMEIRA TURMA, julgado em 20/04/2006, DJ 08/05/2006, p. 176. Disponível em: <https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=200501857202&dt_publicacao=08/05/2006>. Acesso em: 01 dez. 2020.

STUBER, Walter. O Novo Regime Legal Das Debêntures No Brasil e as Mudanças Introduzidas no Tratamento Tributário Desses Títulos. Revista Tributária e de Finanças Públicas, Belo Horizonte, v. 101, n. 9, p.203-217, nov-dez. 2011.

TARRÉ, Thales. ABE, Mirian. Renda Fixa RDVT. 2019. Youtube. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?time_continue=53&v=69S8MBiP2Q&feature=emb_title. Acesso em 10 de Mar. De 2020. 14:43:00.

TEIXEIRA, Fernando. STJ dá fim à disputa sobre debêntures da Eletrobrás. 2008. Disponível em: <http://www.debentures.com.br/informacoesaomercado/noticias.asp?mostra=6009&pagina=0>. Acesso em: 10 mar. 2020.

TÔRRES, Heleno Taveiro. Planejamento tributário societário e emissão de debêntures. Revista Fórum de Direito tributário, RFDT, Editora Fórum, ed 64, 2013

VASCONCELOS, Marco Antonio Sandoval de. Economia Micro e Macro. São Paulo. Editora Atlas. 2001