



Estudos especiais do BNDES

Letras de Crédito do Desenvolvimento (LCD) e instrumentos incentivados

Estudo especial nº 18/2024

O mercado de capitais brasileiro vem apresentando desempenho positivo nos últimos anos. Em 2022, por exemplo, as emissões de renda fixa atingiram sua máxima histórica, a despeito do retorno às taxas de juros de dois dígitos. Segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), foram R\$ 455 bilhões em emissões de renda fixa, sendo R\$ 270 bilhões em debêntures (Anbima, 2024). Deste montante, R\$ 38 bilhões dizem respeito a debêntures incentivadas (no âmbito da Lei 12.431, de 24 de junho de 2011), que representam a parcela de longo prazo do mercado de financiamento corporativo no país. Já em 2023, houve queda no volume de emissões de renda fixa, com comportamentos díspares entre as debêntures corporativas (que atingiram R\$ 391 bilhões, com queda de 14%) e as debêntures de infraestrutura (montante de R\$ 64,3 bilhões e alta de cerca de 70%).

Contudo, ao analisar mais detidamente os dados, observa-se que, no mercado de debêntures corporativas, por exemplo, a maior parte desses valores foi destinada a refinanciamento de passivos e capital de giro das empresas. Houve pouca canalização desses recursos para projetos de investimento.¹ Portanto, é necessário afirmar, de partida, que não há oposição entre o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e o mercado de capitais. Na

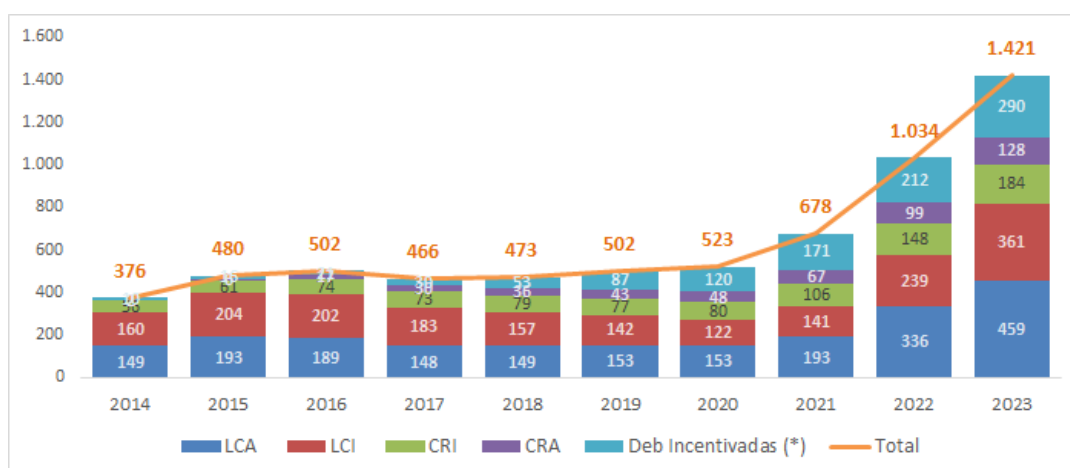
¹ Ver, por exemplo, o Estudo especial nº 6 (BNDES, 2023) e Pereira e Miterhof (2021).

verdade, trata-se de estruturas complementares que operam em conjunto para viabilizar investimentos urgentes e necessários ao país.

O Gráfico 1 mostra a evolução dos instrumentos de renda fixa mais representativos, com algum tipo de isenção tributária, os quais podem ser divididos em instrumentos bancários, como as Letras de Crédito do Agronegócio (LCA), que têm lastro na carteira de crédito rural das instituições financeiras, e as Letras de Crédito Imobiliários (LCI), cujo lastro são as operações de crédito ao setor imobiliário dos bancos. Além disso, há os instrumentos de cessão de crédito, que são emitidos por empresas securitizadoras, como os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), que têm o objetivo de reciclar dívidas do segmento rural em títulos negociáveis, bem como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), que reciclam dívidas do setor imobiliário em títulos negociáveis em mercado. Por fim, completando tais instrumentos, há as debêntures incentivadas de infraestrutura, amparadas na Lei 12.431/2011, uma alternativa de financiamento ao segmento de infraestrutura via mercado de capitais.

Nota-se que tais instrumentos incentivados tiveram crescimento expressivo. Em 2019, o estoque era de pouco mais de R\$ 500 bilhões; já ao fim de 2023, seus valores nominais tinham quase triplicado, atingindo R\$ 1,4 trilhão.

Gráfico 1 – Estoque de instrumentos de renda fixa de captação doméstica com incentivos tributários (em R\$ bilhões correntes)

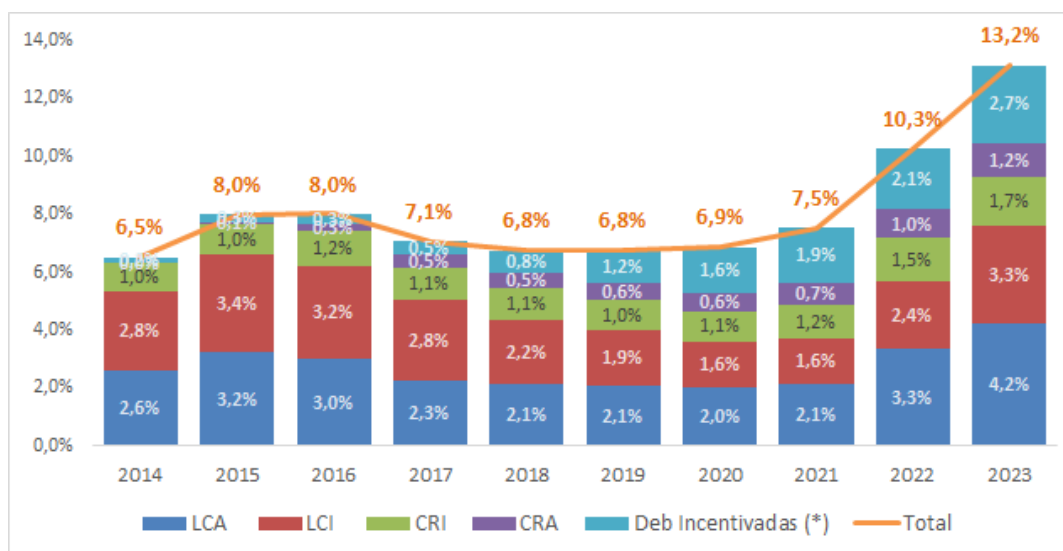


Fonte: Anbima (2024).

(*) Valores disponíveis até dez./2022. Para o valor de 2023, utilizou-se o estoque de títulos remunerados conforme o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) da base de dados do site www.debentures.com.

O Gráfico 2 apresenta a mesma informação a partir de uma perspectiva diferente: com o estoque de instrumentos de renda fixa domésticos que têm isenção tributária em percentual do produto interno bruto (PIB). Em 2019, o montante representava 6,8% do PIB, ao passo que ao fim de 2023 esse valor já ultrapassava 13% do PIB.

Gráfico 2 – Estoque de instrumentos de renda fixa de captação doméstica com incentivos tributários (em % PIB)

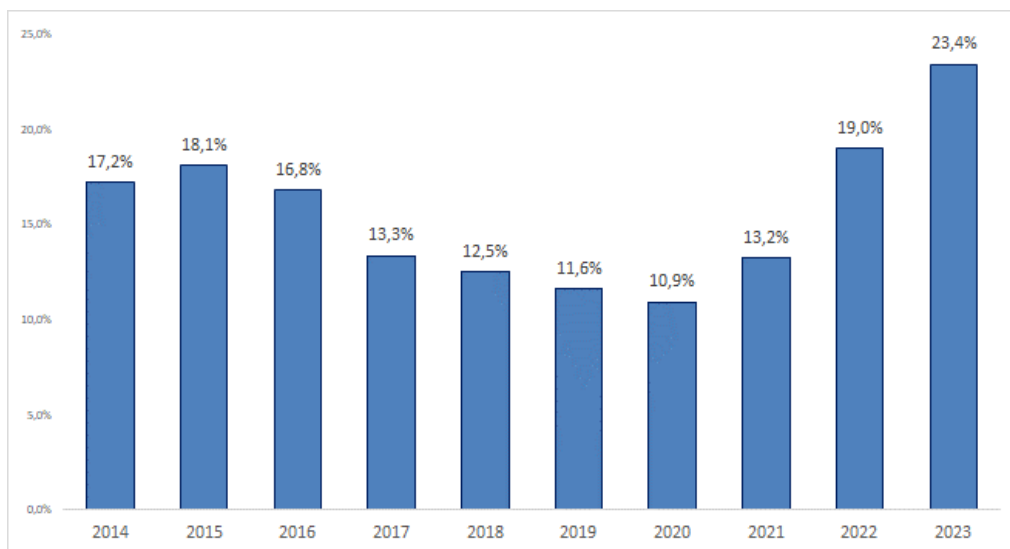


Fonte: Anbima (2024). Para os dados de PIB nominal, utilizaram-se os valores até nov./23 disponibilizados pelo Banco Central do Brasil (BCB).

(*) Valores disponíveis até dez./2022. Para o valor de 2023, utilizou-se o estoque de títulos remunerados conforme o IPCA da base de dados do site www.debentures.com.

Outra métrica interessante que mostra a dimensão exata do estoque de tais instrumentos está representada no Gráfico 3. Ao fim de 2023, o somatório do volume em mercado desses instrumentos de financiamento foi superior a 23% do estoque total da dívida pública do país.

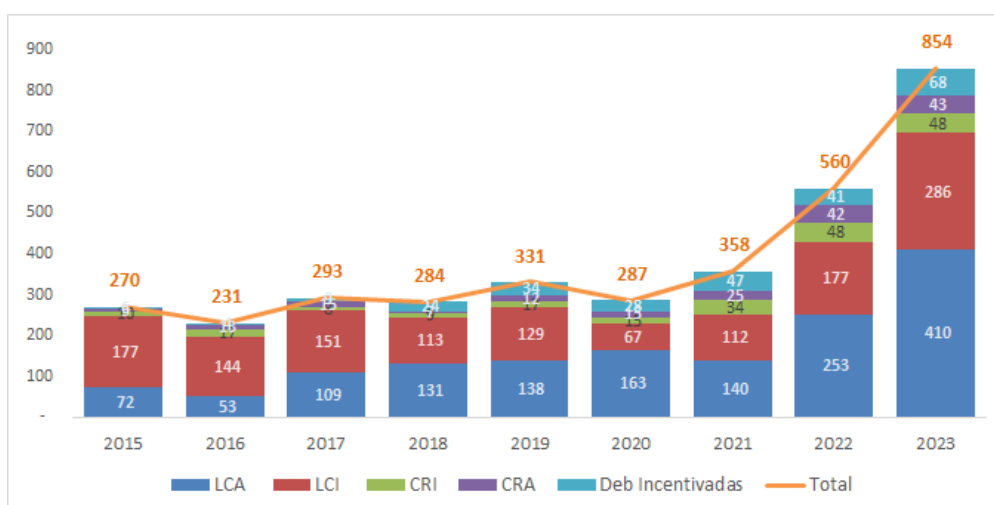
Gráfico 3 – Fluxo de instrumentos de renda fixa de captação doméstica com incentivos tributários (% do estoque da dívida pública)



Fonte: Anbima (2024).

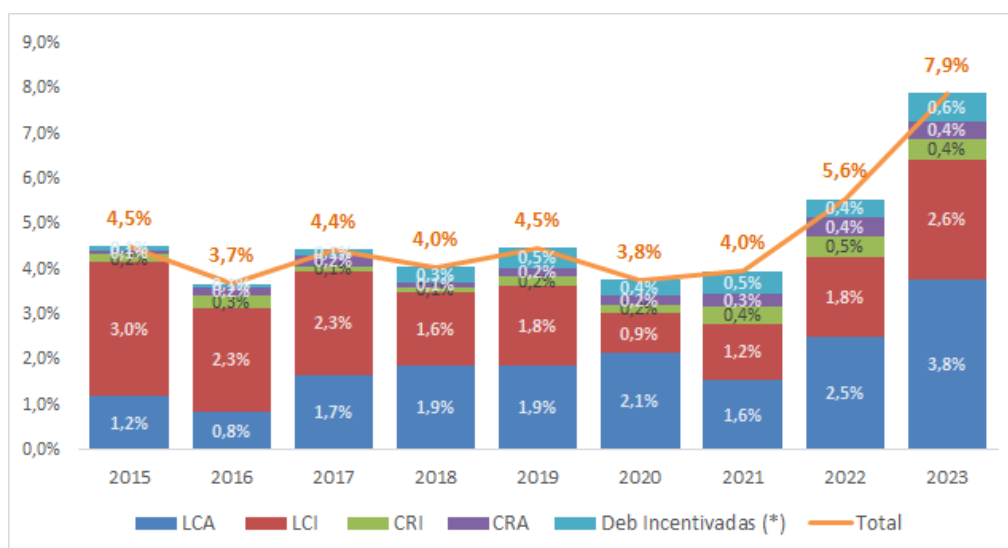
Por sua vez, o Gráfico 4 mostra a evolução **do fluxo de captação anual** desses instrumentos. Ao fim de 2023, o montante de captações novas realizadas por instrumentos domésticos com benefício tributário foi da ordem de R\$ 850 bilhões. Trata-se do triplo do volume emitido em 2020, quando os valores foram de R\$ 287 bilhões. O Gráfico 5 apresenta a mesma informação como proporção do PIB. A emissão nova desses instrumentos atingiu valores próximos de 8% do PIB.

Gráfico 4 – Fluxo de instrumentos de renda fixa de captação doméstica com incentivos tributários (R\$ bilhões correntes)



Fonte: Anbima (2024).

Gráfico 5 – Fluxo de instrumentos de renda fixa de captação doméstica com incentivos tributários (% PIB)



Fonte: Anbima (2024). Para os dados de PIB nominal, utilizaram-se os valores até nov./23 disponibilizados pelo BCB.

O BNDES vem buscando modernizar sua estrutura de *funding*, de modo a torná-la mais estável e diversificada, fortalecendo sua atuação de longo prazo. Nesse contexto, nada mais natural que os bancos de desenvolvimento possam acessar o mercado financeiro com instrumentos de crédito que contem com incentivos tributários, dadas as externalidades que o uso dos recursos promoverá. Instrumentos desse tipo são comumente adotados por bancos de desenvolvimento ao redor do mundo, a exemplo do alemão KfW, possibilitando o alcance de segmentos não atendidos pelo mercado de crédito privado.

A partir desse panorama do mercado de instrumentos incentivados, em que contexto seria possível inserir as LCDs?

Em primeiro lugar, as LCDs serão títulos de renda fixa sujeitos à isenção tributária similar às Letras de Crédito do Agronegócio (LCA), às Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e às debêntures de infraestrutura. Tal isenção fiscal pode ser repassada integralmente aos tomadores de recursos, possibilitando redução das taxas de juros para as empresas.

Em segundo lugar, é importante mencionar que as emissões não seriam monopólio de uma instituição financeira específica, uma vez que tal prerrogativa seria estendida aos bancos de desenvolvimento brasileiros, abrangendo não apenas o BNDES, banco de desenvolvimento federal, mas também outros bancos regionais de desenvolvimento, como o Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais (BDMG), o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE) e o Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo (Bandes).

Em terceiro lugar permitiria **maior diversificação das fontes de *funding* dos bancos de desenvolvimento. No caso específico do BNDES**, atualmente, cerca de dois terços de suas obrigações advêm dos recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), ao passo que um terço é uma combinação de recursos, como Tesouro Nacional, captações externas, operações compromissadas e outras fontes governamentais, como o Fundo da Marinha Mercante (FMM). Assim, ao mesmo tempo que possibilita a diversificação das fontes de financiamento de longo prazo, também desonera o orçamento público de eventuais capitalizações de bancos de desenvolvimento.

Em quarto lugar, por ser um instrumento complementar de *funding* dos bancos de desenvolvimento, a profundidade inicial desse mercado seria reduzida, limitando o volume de emissões a um patamar bem inferior ao dos atuais instrumentos já estabelecidos em mercado. Isto é, o volume esperado de emissão deve ser bem inferior ao volume dos demais títulos incentivados que podem ser emitidos por qualquer instituição financeira.

Em quinto lugar, a utilização desse instrumento de captação viria **acompanhada de avaliações de impacto**, no contexto das políticas de monitoramento e avaliação² atualmente existentes nos bancos de desenvolvimento, as quais teriam o compromisso de mensurar, de maneira transparente, o quanto a transferência de recursos da sociedade, sob a forma de isenção tributária, geraria em termos de benefícios sociais. Além disso, relatórios anuais de

² O BNDES, no âmbito do *The Montreal Group*, um grupo formado por bancos de desenvolvimento de vários países, foi identificado como aquele que tem um sistema de monitoramento e avaliação em estágio mais avançado.

prestação de contas configuram excelente mecanismo de comunicação com a sociedade.

Portanto, a partir de todos esses pontos elencados, as LCDs não seriam apenas mais um instrumento de renda fixa com incentivo tributário, uma vez que sua concepção se destina efetivamente ao financiamento do desenvolvimento. A partir de sua instituição, ela traria uma mecânica de monitoramento e avaliação da sua efetividade que não está presente nos demais títulos de renda fixa incentivados. Dessa forma, a interpretação correta deveria contemplar que todo aparato proposto poderia ser estendido aos demais instrumentos existentes em mercado que operam com isenção tributária.

Além de ser um instrumento destinado ao financiamento do investimento, que diversificaria as fontes de *funding* dos bancos de desenvolvimento com instrumentos de mercado, o estabelecimento de regras de avaliação e prestação de contas à sociedade poderia ser utilizado como uma espécie de *benchmark* para o tratamento dos demais instrumentos que contam com isenção tributária.

Referências

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Boletim de renda fixa: janeiro/2024*. São Paulo: Anbima, 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/renda-fixa-tesouraria/boletim-renda-fixa/carteiras-de-prazos-mais-curtos-registraram-as-melhores-performances-em-janeiro.htm. Acesso em: 26 fev. 2024.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *O BNDES e o mercado de capitais*. Rio de Janeiro: BNDES, 2023. (Estudos especiais do BNDES, n. 6). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/23425/1/PRFol_215926_BNDES%20e%20mercado%20de%20capitais.pdf. Acesso em: 26 fev. 2024.

PEREIRA, T. R.; MITERHOF, M. T. Uma nota sobre a eficiência fiscal das debêntures incentivadas em infraestrutura no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 75, n. 2, p. 1-20, 2021. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rbe/article/view/80206/80149>. Acesso em: 26 fev. 2024.