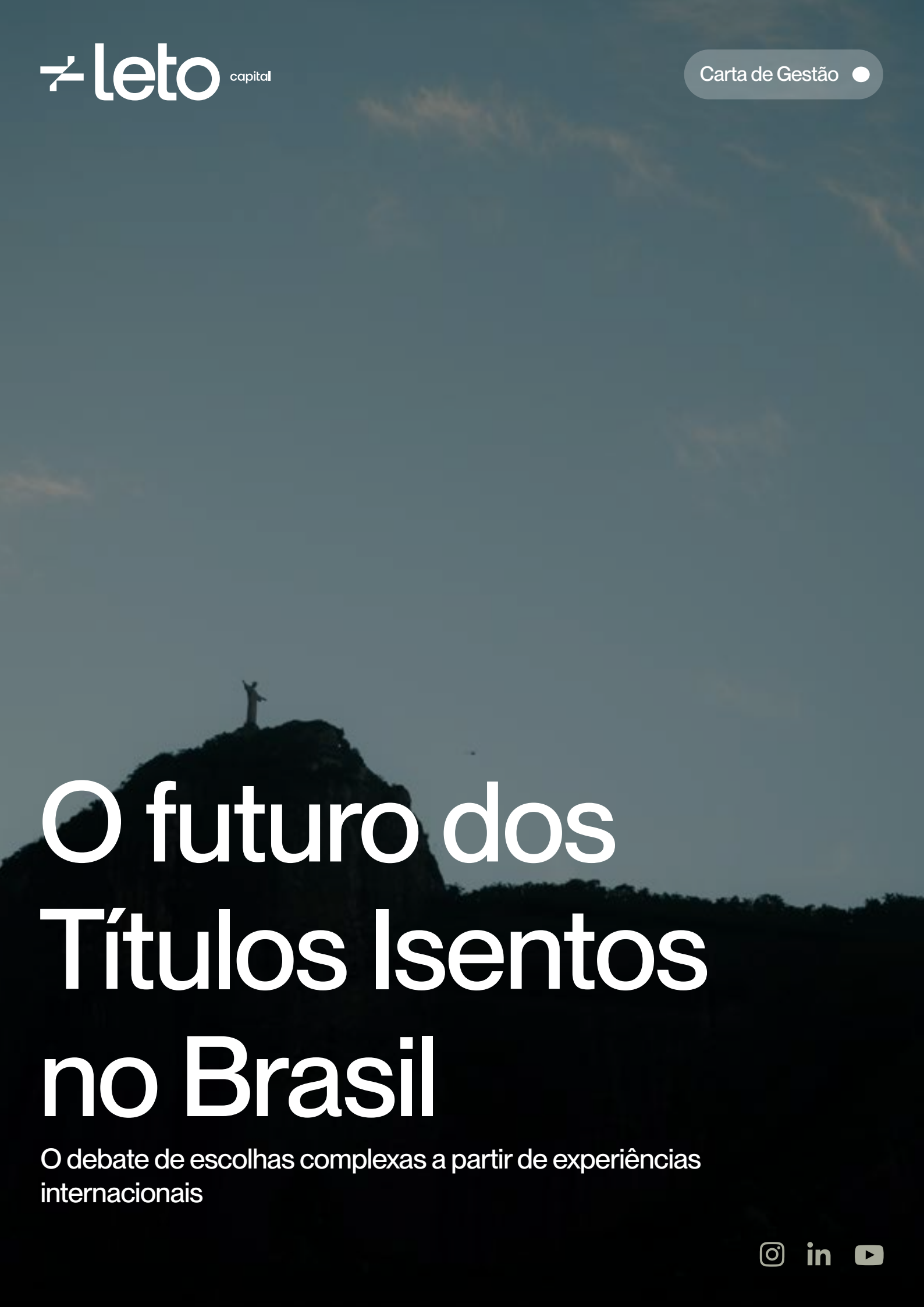




O futuro dos Títulos Isentos no Brasil

O debate de escolhas complexas a partir de experiências internacionais

A solução para os ativos isentos no Brasil é olhar para fora

Alexandre Muller, CIO da Leto Capital

Antonio Pedro Leão, Gestor de infraestrutura da Leto Asset Management

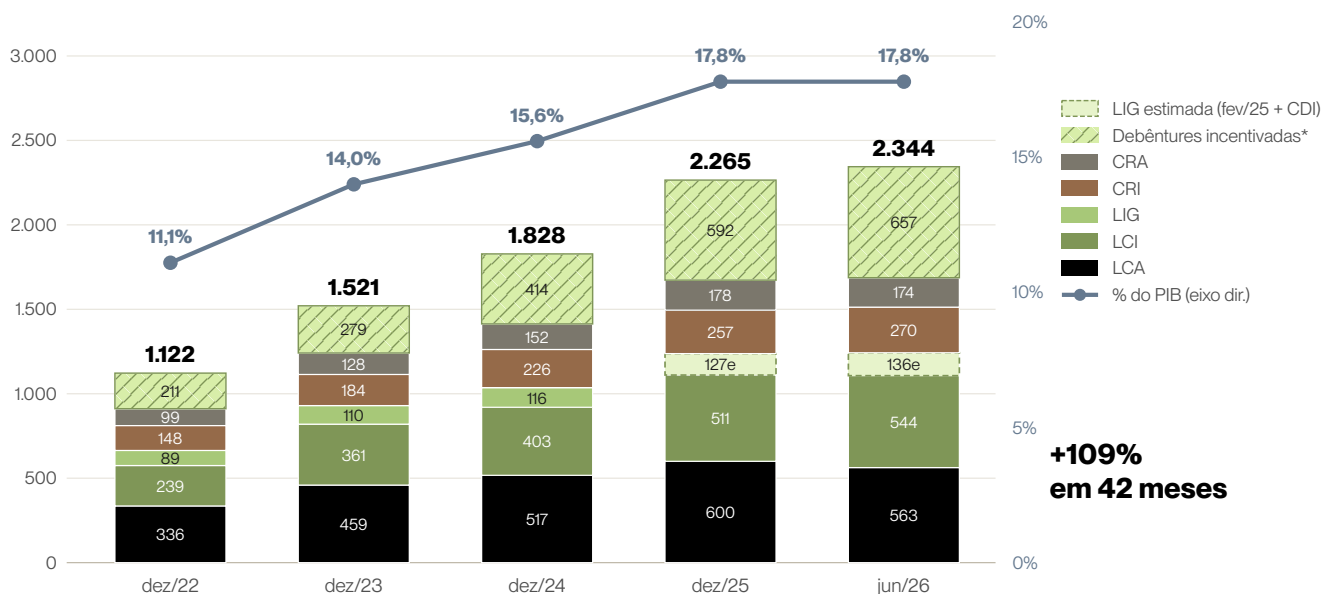
Pedro Guedes, Head de infraestrutura da Leto Asset Management

Rafael Gama, Estrategista de crédito da Leto Asset Management

O Brasil experimentou na última década uma notável transformação em sua indústria de produtos financeiros, com impactos diretos sobre as alternativas disponíveis para os investidores e sobre as condições de funding para a economia real. O grande marco desse movimento foram as reformas macroeconômicas implementadas a partir de 2016, com a substituição da TJLP pela TLP¹ e a aceleração da oferta de crédito via mercado de capitais em substituição ao crédito direcionado por programas de Estado, embora a isenção de IR sobre os papéis imobiliários, que data de 2004 (Lei 11.033)², sua extensão ao agronegócio em 2006 (Lei 11.311)³ e o alcance à infraestrutura em 2011 (Lei 12.431)⁴ também tenham sido marcos importantes. O ponto é que o estoque de títulos isentos cresceu significativamente no país nos últimos 10 anos, o que demanda uma análise dos benefícios e das potenciais distorções associados aos títulos incentivados. Nesta carta, discutimos os efeitos do crescimento dos ativos isentos no país e apresentamos sugestões de revisão dos benefícios à luz de experiências com outros programas internacionais de incentivo a crédito via mercado de capitais. Também apresentamos nossa tese, destacando por que vemos nos spreads de infraestrutura a melhor oportunidade no crédito privado no momento sob a iminência da revisão das regras dos incentivos que acreditamos estar por vir.

Títulos isentos de IR: estoque somado

R\$ bilhões (eixo esq.) e % do PIB (eixo dir.). LCA, LCI, LIG, CRI, CRA e debêntures incentivadas.



Fonte: ANBIMA (compilação Safra, jul/26) para LCA, LCI, CRI e CRA; BCB (Mercado Imobiliário, origem B3) para LIG; dez/25 e jun/26 (e) = saldo de fev/25 corrigido pelo CDI.

* Proxy: emissões acumuladas desde 2012 (Min. Economia/Fazenda até 2022; ANBIMA depois; 1S26 = 38,3% de R\$ 169,8 bi, inclui Lei 14.801).

Não desconta amortizações e tende a superestimar o estoque. PIB: IBGE, valores correntes do ano; jun/26 = acumulado em 4 trimestres (3T25–2T26). Elaboração: Leto Capital.

1 Lei nº 13.483/2017, que institui a TLP em substituição à TJLP. www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/13483.htm.

2 Lei nº 11.033/2004, art. 3º — isenção de IR da pessoa física sobre LCI e CRI. www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/11033.htm.

3 Lei nº 11.311/2006, que estende a isenção à LCA e ao CRA. www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2006/lei/11311.htm.

4 Lei nº 12.431/2011, alíquota zero de IR para as debêntures de infraestrutura. www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/12431.htm.

As externalidades associadas à isenção tributária para os títulos setoriais superam os benefícios?

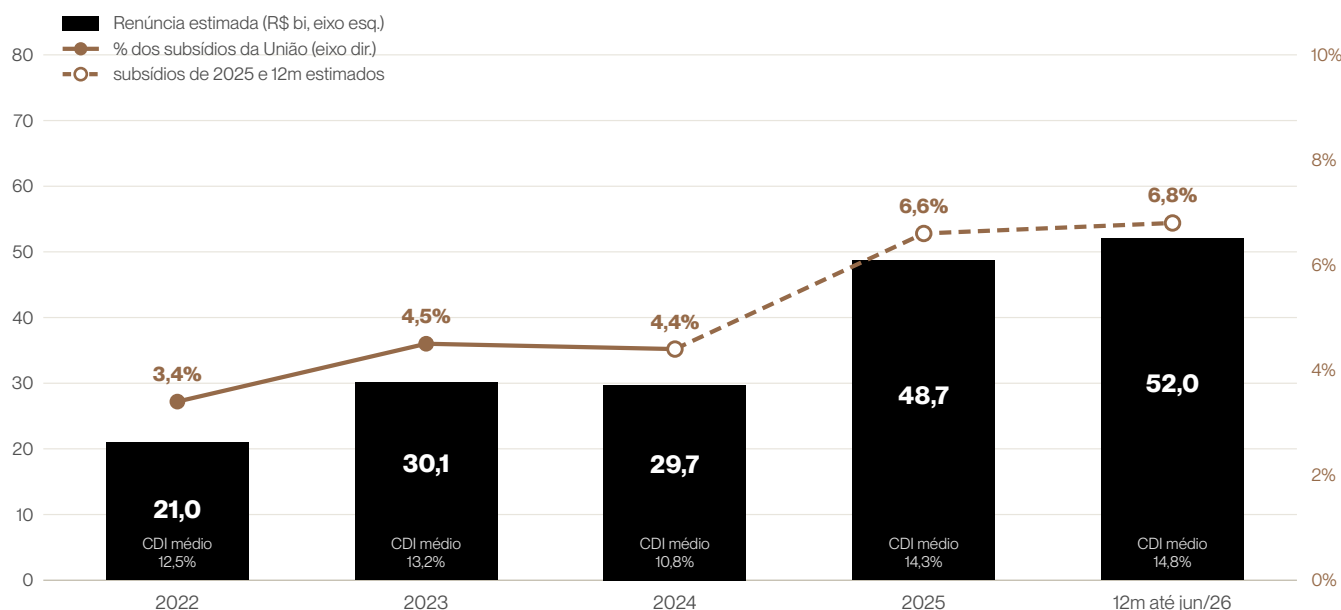
Há poucos estudos acadêmicos no Brasil tentando responder a essa pergunta. Dois trabalhos restritos às debêntures de infraestrutura feitos por economistas nos últimos 5 anos apontam para conclusões distintas. Em Pereira & Miterhof (2021), na Revista Brasileira de Economia, 75⁵, dois economistas do BNDES perguntam quanto de cada R\$ 1 de renúncia chega efetivamente ao custo de captação do projeto. Aplicando dois métodos, no primeiro, calculam o fair value do benefício por categoria de investidor e, no segundo, estimam uma regressão de spreads sobre preços secundários da ANBIMA para uma amostra reduzida de 270 debêntures, sendo 97 incentivadas, com rating médio ponderado AA+. O resultado aponta para um custo teórico ao Tesouro de 177 pontos-base, com duration média de 5,8 anos por emissão, ante 108 pontos-base efetivamente transmitidos ao custo do projeto. Ou seja, cerca de 60% de eficiência fiscal e 40% de vazamento ou captura por terceiros. Filipe Brand, do Ministério da Infraestrutura, chega à conclusão oposta em um artigo de 2022⁶. Aplicando regressão múltipla sobre 498 debêntures entre 2011 e julho de 2021 (uma amostra maior que a do estudo anterior), com dez variáveis de controle, conclui que o benefício da isenção é adequadamente apropriado pelo emissor e recomenda a manutenção do instrumento.

O problema é que as debêntures de infraestrutura representam apenas 28% dos títulos incentivados no Brasil. Essas debêntures, pela Lei 12.431, já possuem restrições maiores que as demais classes de ativos isentos, ao terem obrigatoriamente que ser títulos de longo prazo (duration acima de 4 anos), demandarem portarias específicas para cada projeto financiado e não poderem contar com emissões indexadas ao CDI. São, ainda, as únicas entre os títulos isentos com data para acabar. A redação original da lei restringia o benefício às emissões feitas até 31 de dezembro de 2015, limite que a Lei 13.043/2014 estendeu para 2030⁷. Os demais títulos representam 72% do estoque e seguem sem um debate profundo sobre sua relação custo-benefício e, ainda, sem prazo de revisão ou vigência.

Renúncia fiscal estimada com títulos isentos



15% x CDI médio do período x estoque no fim do período. R\$ bilhões e % dos subsídios totais da União.



Estoque: gráfico de estoque somado (LCA, LCI, LIG, CRI, CRA e debêntures incentivadas, esta por proxy de emissões acumuladas). CDI: BCB, SGS 12.

Subsídios: Orçamento de Subsídios da União, 9ª ed. (MPO): 6,11% do PIB em 2022, 6,10% em 2023, R\$ 678,4 bi em 2024. 2025 e 12m até jun/26 estimados

mantendo 5,78% do PIB (OSU 2025 ainda não publicado). Exercício ilustrativo: ignora alíquotas regressivas, investidores já isentos e efeito sobre taxas. Elaboração: Leto Capital.

5 PEREIRA, Thiago Rabelo; MITERHOF, Marcelo Trindade. "Uma nota sobre a eficiência fiscal das debêntures incentivadas em infraestrutura no Brasil". Revista Brasileira de Economia, v. 75, n. 2, p. 1-20, 2021. periodicos.fgv.br/rbe/article/view/80206.

6 BRAND, Filipe. "Debêntures Incentivadas e Apropriação de Benefícios Fiscais". Cadernos de Finanças Públicas, Secretaria do Tesouro Nacional, v. 22, n. 3, 2022. publicacoes.tesouro.gov.br/index.php/cadernos/article/view/190.

7 Lei nº 12.431/2011, art. 2º, § 1º: a redação original limitava o benefício às debêntures emitidas até 31 de dezembro de 2015. A MP nº 651/2014 estendeu o prazo para 2020, e a Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2014, que a converteu, fixou o limite em 31 de dezembro de 2030. www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/lei/l13043.htm.

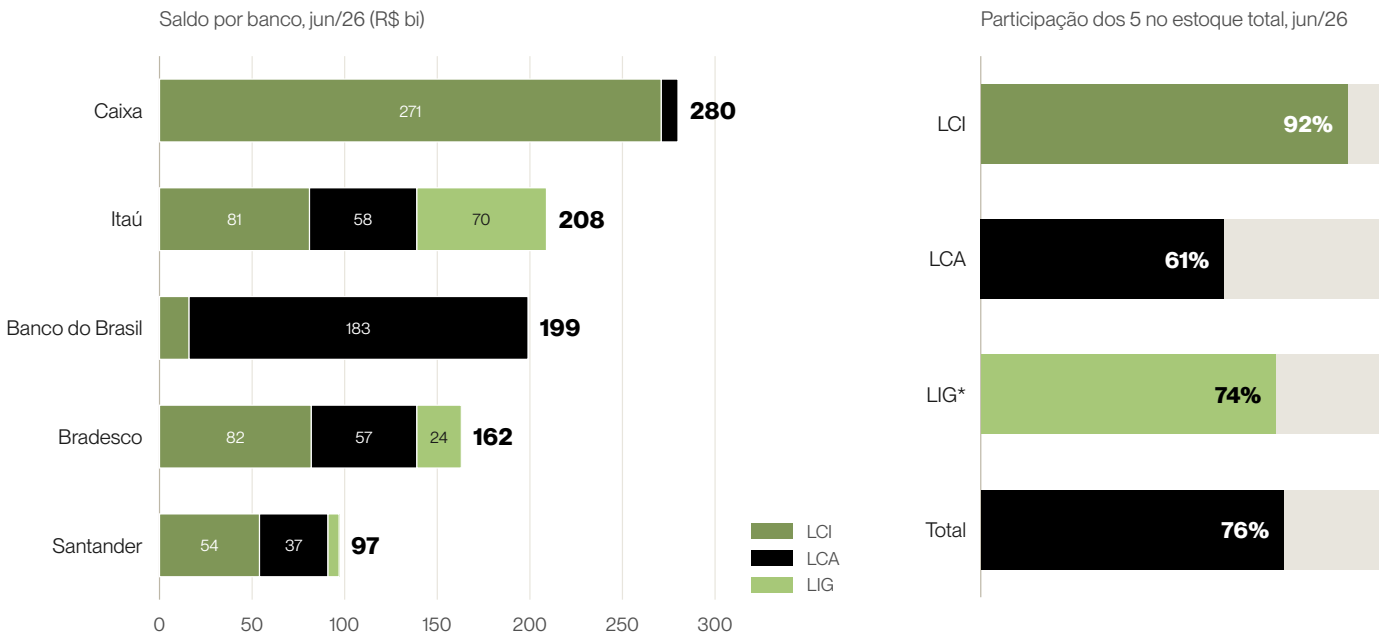
A mensuração do efetivo benefício social da renúncia fiscal sobre os títulos isentos é particularmente importante pelo custo fiscal crescente desses programas. Estimamos que as isenções tributárias concedidas a títulos isentos tenham ultrapassado R\$ 50 bilhões em bases anualizadas em jun-26, passando a representar 6,8% do total de subsídios concedidos pela União. Os títulos bancários isentos, em particular, são os de mais complexa mensuração dos benefícios específicos. Primeiro, porque representam 53% do estoque de ativos isentos no Brasil. São também captações prioritariamente de curto prazo (< 12 meses) atreladas ao CDI e cujo custo baixo é diretamente capturado pela instituição financeira emissora, sem informações precisas sobre o efetivo custo de concessão de crédito na ponta do tomador setorial.

Um dado reforça a necessidade de um debate mais profundo sobre a relação custo-benefício dos títulos bancários isentos. Em jun-26, cruzando os dados de captação reportados pelos 5 maiores bancos brasileiros com o estoque de ativos bancários isentos, calculamos uma concentração de 76% do saldo total de LCIs, LCAs e LIGs do país nessas instituições. A teoria clássica aqui — a da incidência tributária em concorrência imperfeita, com raiz no paradigma Estrutura-Condução-Desempenho⁸ — sugere que estruturas de mercado mais concentradas tendem a dificultar o repasse dos benefícios para a ponta final dos tomadores de crédito (ou consumidores).

LCI, LCA e LIG: concentração nos 5 maiores bancos



Os cinco somam R\$ 946 bi, 76% do estoque de R\$ 1.243 bi em jun/26 (77% em dez/25).



Fonte: notas explicativas das demonstrações contábeis de 30/06/2026 (Caixa, BB e Santander em BR GAAP; Itaú e Bradesco em IFRS), consolidado. BB e Caixa sem LIG em circulação. Estoque total: ANBIMA via Safra (LCA R\$ 563 bi, LCI R\$ 544 bi); * LIG total estimada (saldo BCB de fev/25 corrigido pelo CDI = R\$ 135,9 bi). Saldos contábeis (custo amortizado) vs. estoque registrado na B3: bases próximas, não idênticas. Elaboração: Leto Capital.

Podemos refletir, a partir de um exercício algébrico, sobre os impactos que uma revisão dos incentivos dos títulos bancários causaria para os tomadores na ponta. A isenção de IR permite aos bancos captar via LCI, LCA e LIG a cerca de 93% do CDI, em vez dos 100% que pagariam em um CDB equivalente. Com um CDI médio de 13,8% no 1S26, essa diferença de 7% do CDI equivale a uma economia de funding de cerca de 0,97 p.p. ao ano, que se traduziria em uma redução de 0,97 p.p. ou 0,48 p.p. ao ano no custo do crédito aos tomadores, se o benefício fosse repassado integralmente ou pela metade na ponta. A economia seria, dessa forma, muito pequena frente ao custo médio do crédito concedido pelos bancos às empresas: com um custo médio de 21,98% ao ano nas operações com recursos livres para pessoa jurídica, o repasse integral equivaleria a apenas 4,4% da taxa cobrada do tomador, e o repasse pela metade, a ainda menores 2,2% do custo do financiamento.⁹

8 Sobre o paradigma Estrutura-Condução-Desempenho e a repercussão de tributos em mercados concentrados, ver MASON, Edward S. "The Current State of the Monopoly Problem in the United States", Harvard Law Review, v. 62, n. 8, 1949; e BAIN, Joe S. "Relation of Profit Rate to Industry Concentration: American Manufacturing, 1936-1940". Quarterly Journal of Economics, v. 65, n. 3, p. 293-324, 1951, e Barriers to New Competition (Harvard University Press, 1956). doi.org/10.2307/1882217.
9 Banco Central do Brasil, Indicador de Custo do Crédito (ICC) — pessoas jurídicas, recursos livres (série SGS 25355): 21,98% ao ano em julho de 2026, último dado disponível. Conjunto de dados do ICC para pessoas jurídicas em: dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/25352-indicador-de-custo-do-credito---icc---pessoas-juridicas.

Outra grande incerteza que dificulta o cálculo do benefício setorial via letras bancárias incentivadas é o prazo: como não há restrição nesses títulos ao prazo do crédito na ponta, fica praticamente impossível travar o spread efetivo entre o custo subsidiado da captação e a taxa do crédito concedido. A alta revolvência das carteiras pode permitir uma reprecificação dinâmica por parte dos bancos, capturando ou repassando mais do benefício na ponta.

O custo da renúncia fiscal, por outro lado, é de mais fácil estimativa. Como os títulos bancários isentos de curto prazo representam 53% do estoque de títulos isentos, estimamos que custem cerca de R\$ 27,5 bilhões ao ano em arrecadação ao orçamento federal. É muito dinheiro alocado com pouca clareza dos efetivos benefícios setoriais.

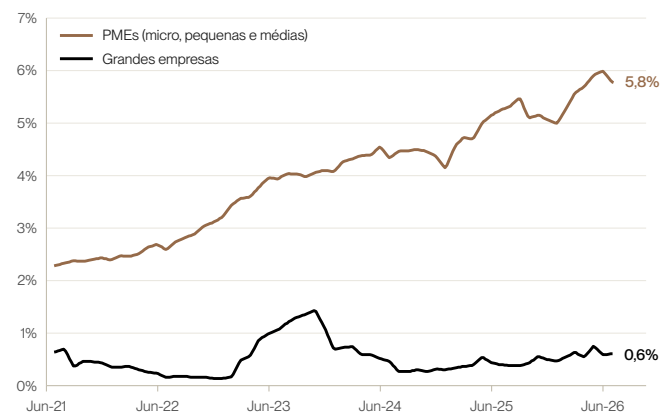
Para além do custo-benefício, qual o tamanho das distorções que os títulos isentos podem causar?

Acreditamos que, com um estoque superior a R\$ 2,3 trilhões no Brasil, os títulos isentos causam duas distorções de mercado principais: a primeira no diferencial de acesso a crédito entre as grandes e as pequenas e médias empresas (PMEs), e a segunda na configuração da indústria de fundos, especialmente com a perda de captação de fundos multimercados e de renda variável para esses instrumentos.

Na análise das mais de 700 empresas às quais atualmente atribuímos ratings de crédito proprietários na Leto Capital, temos percebido nos últimos 5 anos uma tendência de concentração nos principais setores da economia local que acompanhamos. Com custo de capital alto, restrições de acesso a crédito e carga tributária elevada, avaliamos que as empresas líderes em seus setores têm, via de regra, conseguido repassar custos de forma consistente para os seus clientes, preservando margens e mantendo lucros crescentes. Em contrapartida, as PMEs têm sofrido de forma direta o ambiente econômico mais difícil em seus resultados, registrando maior inadimplência e respondendo pela maior parte das recuperações judiciais no Brasil. Os dois gráficos abaixo reforçam bem essa tendência.

Inadimplência — carteira PJ por porte

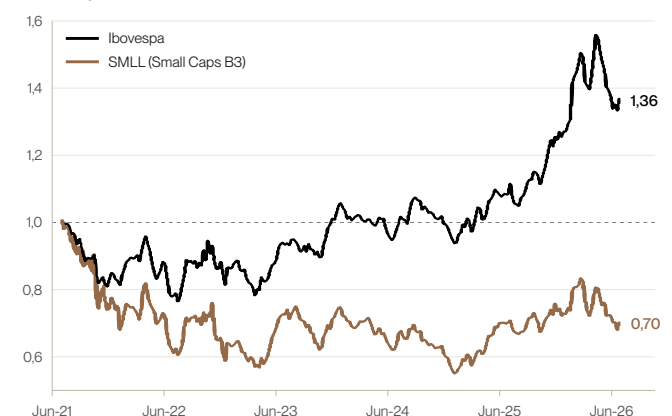
% da carteira ativa com atraso > 90 dias



Fonte: Banco Central do Brasil (SCR.data, inadimplência PJ por porte; PMEs = média de micro, pequeno e médio porte ponderada pela carteira ativa). Dados até jun-26.

Ibovespa vs. SMLL — performance relativa

Base 1 = 30-jun-21



Fonte: B3 (IBOV e SMLL, fechamento). Dados até jun-26.

Como discutido, há pouca informação pública sobre o perfil e as condições do crédito concedidos pelos bancos aos tomadores do agronegócio e da construção civil (como porte da companhia e spreads sobre o custo médio de funding). Para as debêntures incentivadas, entretanto, conseguimos fazer uma análise do perfil do tomador por porte de empresa pelo IDEX-Infra¹⁰, índice de crédito privado que compila as 544 emissões enquadradas na Lei 12.431 com melhores padrões de negociabilidade no mercado secundário. Sua composição indicava em ago-26 que 80% das emissões haviam sido feitas por companhias pertencentes a grupos econômicos com mais de R\$ 1,5 bilhão em patrimônio líquido, em uma indicação de que são os grandes conglomerados que efetivamente capturam a maior parte do subsídio financeiro concedido pelo governo.

Acreditamos que os benefícios fiscais orientados ao financiamento do setor de infraestrutura estão sendo absorvidos por empresas que, pelo porte, pela qualidade de crédito e pela recorrência de acesso ao mercado de capitais, efetivamente não precisam deles.

¹⁰ IDEX-Infra — índice de debêntures incentivadas de infraestrutura. Metodologia e composição disponíveis em: www.idexanalytics.com.br/idx-infra/.

O efeito dessa concentração é a ampliação do diferencial de condições de acesso a crédito entre os grandes grupos e os de médio porte, essas últimas já em dificuldades com o ambiente macro. Na infraestrutura em particular, esses grandes grupos, por contarem com ratings corporativos em média mais altos, dispõem de um dos maiores diferenciais competitivos: a capacidade de oferecer garantias corporativas para as fases pré-completion dos projetos. Isso, somado à captura dos subsídios de custo de funding, os deixa praticamente imbatíveis nas disputas pelas concessões, criando leilões cada vez menos disputados na maior parte dos casos.

Os dez maiores emissores do IDEX-Infra (por Grupo Econômico)

Peso no índice em agosto de 2026, porte do grupo econômico e rating em escala nacional brasileira

Grupo econômico	Peso no IDEX-Infra ago/2026	Receita líquida 2025 (R\$ mi)	Patrimônio líq. 31/12/25 (R\$ mi)	Rating em escala local		
				S&P	Moody's	Fitch
Eletrobras (AXIA Energia)	5,81%	41.417	118.502	brAAA est.	—	AAA(bra) est.
Equatorial Goiás (grupo Equatorial)	4,54%	52.074	28.328	brAAA est.	—	AA+(bra) neg.
Coelba (grupo Neoenergia)	3,61%	50.140	36.584	brAAA est.	—	—
Ecorodovias	3,57%	11.521	4.374	brAAA	—	AA(bra) est.
Rumo Malha Paulista (grupo Rumo)	3,48%	13.848	14.048	brAA- neg.	—	AAA(bra) neg.
Eneva	3,25%	18.416	n.d.	brAAA est.	—	AAA(bra) est.
Vale	3,24%	213.595	188.926	brAAA	AAA.br est.	AAA(bra) est.
Energisa	3,24%	n.d.	n.d.	brAAA est.	retirado	AA+(bra) est.
RGE Sul (grupo CPFL Energia)	2,94%	44.368	23.505	—	AAA.br est.	AAA(bra) est.
CTEEP (ISA Energia Brasil)	2,92%	9.411	21.437	—	—	AAA(bra) est.
Top 10 emissores	36,60%					

Ratings em escala nacional brasileira, com perspectiva: est. = estável, neg. = negativa. "—" indica que a agência não divulga rating nacional para a entidade; "n.d." indica dado não localizado em fonte primária. Receita e patrimônio líquido são do grupo econômico consolidado; os ratings são da entidade que consta do índice. Receita líquida estatutária em IFRS, incluindo receita de construção onde aplicável — ex-construção, quando divulgada: Equatorial R\$ 41.367 mi, CPFL Energia R\$ 38.488 mi, Ecorodovias R\$ 7.406 mi, CTEEP (regulatória) R\$ 4.354 mi; Neoenergia não divulga. Patrimônio líquido total, incluindo não controladores. Eletrobras passou a se denominar AXIA Energia S.A.; receita do Relatório de Resultados 4T25 (R\$ 41.417 mi) — o Form 20-F reporta R\$ 41.281,6 mi, e o PL vem do 20-F. Vale: valores em reais do release em português. Ecorodovias: ratings de EcoRodovias Concessões e Serviços S.A., a controlada operacional; a holding não tem rating corporativo. Rumo Malha Paulista: ratings da controladora Rumo S.A.; as emissões da Malha Paulista têm AAA(bra) pela Fitch. Energisa: rebaixada pela Fitch de AAA(bra) para AA+(bra) em abr/2026; Moody's Local retirou o rating em dez/2024. Pesos conforme a composição do IDEX-Infra em agosto de 2026. Fontes: releases de resultados e demonstrações financeiras auditadas das companhias, S&P Global Ratings Brasil, Moody's Local Brasil e Fitch Ratings. Elaboração Leto Capital.

Como repensar os ativos incentivados no Brasil

O FMI publicou em julho de 2026 o seu country report para o Brasil¹¹, no qual aborda a questão dos títulos incentivados, recomendando a revisão de incentivos que “beneficiam principalmente grandes corporações e distorcem a precificação de risco, enquanto a evidência de seu impacto sobre investimento produtivo é limitada”. A orientação que se segue é uma “análise cuidadosa de custo-benefício e, possivelmente, uma eliminação gradual”.

Não acreditamos que a eliminação dos títulos incentivados seja a melhor solução. Para o caso das debêntures de infraestrutura, há evidências de retorno social de parte dos investimentos que esses instrumentos financiam. No saneamento, por exemplo, um estudo do Instituto Trata Brasil estima que a universalização geraria cerca de R\$ 1,46 trilhão em benefícios entre 2021 e 2040, em frentes como saúde, educação, produtividade do trabalho, turismo e valorização imobiliária, ante R\$ 639 bilhões de investimento. Na proporção do estudo, cada R\$ 45 bilhões investidos em saneamento gerariam cerca de R\$ 102 bilhões em benefícios, o equivalente

11 INTERNATIONAL MONETARY FUND. Brazil: 2026 Article IV Consultation — Press Release, Staff Report, and Statement by the Executive Director for Brazil. IMF Country Report n° 2026/191, julho de 2026. www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2026/07/22/Brazil-2026-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-577953.

a R\$ 2,3 para cada R\$ 1 investido¹². Resta saber se a captura da isenção está sendo feita efetivamente por quem precisa, sem excessos concedidos aos grandes grupos econômicos individualmente.

Analisando as experiências internacionais, encontramos ampla utilização de programas de incentivo para o financiamento de setores-chave da economia de cada país, porém com uma premissa que parece faltar hoje aos títulos isentos brasileiros (especialmente às letras bancárias de curto prazo): focalização constante em busca de melhor eficiência da política escolhida.

Como o mundo focaliza o incentivo tributário ao investidor

Regimes de benefício fiscal a quem financia setores prioritários — filtros em uso e revisões relevantes

País / instrumento	Benefício ao investidor	Filtro de focalização	Revisão relevante
EUA — Municipal bonds	Juros excluídos da base do IR federal, desde 1913	Testes de uso privado (10% / 5%), lista legal de finalidades, teto anual de volume por estado	1986: uso privado de 25% para 10%, criação do teto de volume, retirada de quatro finalidades. 2017: fim do refinanciamento antecipado isento
EUA — QSBS (§1202)	Exclusão de até 100% do ganho de capital	Ativos brutos do emissor até US\$ 75 mi; cap por contribuinte; setores de serviços excluídos	2025: tetos elevados e indexados a partir de 2027; carência escalonada de 3 a 5 anos
EUA — LIHTC	Crédito tributário adquirido por investidores	Cota federal por estado, alocação competitiva, compliance de 15 anos, recapture	Revisões majoritariamente expansivas; a disciplina veio no desenho original, não em revisão
EUA — Opportunity Zones	Diferimento e exclusão de ganho de capital	Critério de renda, teto de designações por estado, mínimo rural	2025: regime tornado permanente e mais focalizado no mesmo ato, com reporte obrigatório
EUA — BDC	Nenhum. Veículo pass-through (RIC): o cotista é tributado	Teste de 70% dos ativos em eligible portfolio companies — não listadas ou abaixo de US\$ 250 mi	2006 e 2008: definição ampliada para restaurar a mira após mudança nas regras de margem. Teste de 70% intacto desde 1980
Reino Unido — EIS / VCT	Abatimento de IR, isenção de ganho de capital, loss relief	Ativos brutos, número de empregados, idade da empresa, teto anual e vitalício de captação, risk-to-capital	2014-16: exclusão da geração de energia. 2018: risk-to-capital condition. 2026: tetos ampliados e abatimento do VCT de 30% para 20%
Índia — §54EC	Isenção de ganho de capital reinvestido	Emissores definidos em lei; teto de 50 lakh de rupias por investidor	2018: lock-in de 3 para 5 anos e restrição do escopo a ganhos imobiliários
Holanda — Green Funds	Isenção no Box 3 e crédito no Box 1, desde 1995	Certificação projeto a projeto (groenverklaring) e teto por contribuinte	Teto reduzido ano a ano e extinção prevista para 2028 — recuo fiscal, não aperfeiçoamento
Brasil — Lei 12.431/2011	Alíquota zero de IR para a pessoa física	Elegibilidade setorial e aprovação prévia do projeto	Nenhuma revisão de focalização em 15 anos

Fontes: Internal Revenue Code, seções 103 e 141 a 149; §1202 e Public Law 119-21 (2025); Investment Company Act de 1940, seção 55 e Regra 2a-46; HMRC, Venture Capital Schemes Manual e Income Tax Act 2007, seção 157A; Income-tax Act indiano, seção 54EC; Regeling groenprojecten (RVO); Lei nº 12.431/2011. Elaboração Leto Capital.

¹² INSTITUTO TRATA BRASIL; EX ANTE CONSULTORIA ECONÔMICA. “Benefícios econômicos e sociais da expansão do saneamento no Brasil”. Novembro de 2022. tratabrasil.org.br/wp-content/uploads/2022/11/Press-Release_-_ITB-Beneficios-Economicos-com-a-Expansao-do-Saneamento.pdf.

Três exemplos internacionais oferecem referências importantes para repensar a eficiência dos benefícios tributários brasileiros. Nos EUA, os municipal bonds¹³ são o análogo tributário direto: os juros são excluídos da base do imposto de renda federal do investidor desde 1913, mas a elegibilidade é filtrada, via testes de uso de recursos, gerando uma lista legal de finalidades e um teto anual de volume por estado. As BDCs são a proxy de focalização do incentivo nas PMEs, e aqui convém precisar que elas não concedem benefício tributário ao investidor. A BDC é um veículo pass-through (uma espécie de veículo listado), que não paga imposto no nível do veículo desde que distribua ao menos 90% do resultado; quem é tributado é o cotista, em geral à alíquota de renda ordinária. O que a torna relevante para o caso brasileiro é o foco no segmento da economia que financia, não o benefício: ao menos 70% dos ativos precisam estar em eligible portfolio companies, definidas como companhias não listadas ou com valor de mercado inferior a US\$ 250 milhões. As BDCs¹⁴ nasceram, portanto, orientadas a resolver o problema que vem sendo criado no Brasil, ao mirar a oferta de crédito para as PMEs, reduzindo o diferencial de acesso a capital frente às grandes empresas.

O terceiro exemplo traz uma referência mais sofisticada de regulação, mas igualmente interessante de ser considerada para o caso brasileiro. A regulação dos VCTs (fundos fechados listados) no Reino Unido prevê vantagens para os investidores que financiarem empresas jovens, pequenas, de capital fechado e de risco genuíno, com intenção de crescer. Os filtros que definem quem se qualifica são todos de característica da empresa, nenhum deles é setorial: ativos brutos até £30 milhões antes do aporte e £35 milhões depois, menos de 250 empregados, no máximo sete anos desde a primeira venda comercial, teto de captação de £10 milhões por ano e £24 milhões ao longo da vida. Por cima disso, é aplicada a risk-to-capital condition¹⁵, que exige objetivo de crescimento no longo prazo e risco significativo de perda de capital superior ao retorno líquido, contando o benefício fiscal dentro do retorno. Em suma, é um programa que também mira na redução do gap de acesso a capital entre empresas menores e maiores, focalizando os incentivos para além de setores predefinidos e abrindo a possibilidade de que mais empreendimentos com potencial de geração de valor para o país encontrem financiamento.

Dos oito programas internacionais que analisamos, apenas a legislação holandesa orientada aos Green Funds¹⁶ não sofreu revisões desde o seu lançamento em 1995, com a ressalva de que esse programa já previa uma régua de redução gradual de orçamento até 2028. Essa observação corrobora a necessidade de revisão dos benefícios tributários concedidos aos títulos isentos no Brasil, em especial às letras bancárias de curto prazo com alta flexibilidade de alocação para justificar seu lastro. Nossa recomendação para o ganho de eficiência na alocação de recursos públicos seria a priorização do benefício para o crédito concedido a projetos e empresas de menor porte, seguindo a ideia por trás dos estímulos criados com as BDCs nos EUA e os VCTs no Reino Unido. Vale destacar ainda que as PMEs no Brasil convivem com um cenário macro ainda mais difícil do que aquele enfrentado pelas PMEs americanas ou inglesas, em especial pelo custo de capital e pela carga tributária mais elevados.

O que propomos: filtro permanente, parâmetro revisável

De forma direta, com base nas experiências internacionais, recomendamos manter o benefício e elevar os critérios para quem tem efetivamente direito a ele, via cinco medidas centrais.

1. Teto de porte do emissor, fixado em lei e indexado. O filtro brasileiro hoje é setorial; deveria ser também de porte. Um teto de patrimônio líquido ou de receita, apurado no grupo econômico, e não na SPE emissora, retiraria do incentivo justamente quem se financiaria de qualquer forma.
2. Teto de captação por emissor e grupo econômico. Não basta limitar quem entra; é preciso limitar quanto cada um leva. É o mecanismo britânico, limitado a £10 milhões por ano e £24 milhões ao longo da vida da empresa, apenas como referência ao caso brasileiro, que poderia decidir os valores limites a partir das especificidades de cada setor e objetivo de política pública. Sem esses limites, um punhado de grupos ocupa sozinho uma fatia desproporcional do subsídio, que é exatamente o que a composição do IDEX-Infra mostra.
3. Teste de adicionalidade. Na linha da risk-to-capital condition: o incentivo não deveria alcançar o emissor que se financiaria em condições já muito competitivas sem ele. Aplicado ao emissor típico dos títulos isentos (grau de investimento, receita regulada,

¹³ Internal Revenue Code, seção 103 ("Interest on State and local bonds"), com os testes de uso privado das seções 141 a 149. www.law.cornell.edu/uscode/text/26/103.

¹⁴ Investment Company Act de 1940, seções 2(a)(48) e 55, e Regra 2a-46 (17 CFR § 270.2a-46), que define eligible portfolio company como a companhia não listada ou com valor de mercado inferior a US\$ 250 milhões. www.law.cornell.edu/cfr/text/17/270.2a-46.

¹⁵ Income Tax Act 2007, seção 157A, que introduz a risk-to-capital condition (Finance Act 2018); ver também HMRC, Venture Capital Schemes Manual, VCM8530. www.legislation.gov.uk/ukpga/2007/3/section/157A.

¹⁶ Regeling groenprojecten — Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (RVO). Disponível em: www.rvo.nl/subsidies-financiering/regeling-groenprojecten.

projeto contratado, garantia corporativa do grupo), o teste britânico não seria satisfeito.

4. Transparência e reporte para os títulos bancários. Os 53% do estoque de títulos incentivados que estão em letras bancárias são hoje uma caixa-preta: não há informação pública sobre o porte do tomador final nem sobre o spread cobrado acima do custo de captação subsidiado. Sem esse reporte não é possível calcular o benefício social por real renunciado, dificultando tanto a medição quanto a focalização. É a medida de menor custo político e maior retorno informacional da lista, e deveria vir antes de qualquer mudança de alíquota.

5. Preservação do estoque e cláusula de revisão. Mudança retroativa em papel já emitido não é reforma, é evento de crédito com amplas implicações sobre a segurança jurídica crucial para investimentos. Qualquer revisão deve valer apenas para novas emissões. Em contrapartida, a regra precisa nascer com prazo de reavaliação. Dos oito programas internacionais que analisamos, sete já foram recalibrados ao menos uma vez, enquanto o brasileiro não passou por nenhum tipo de reavaliação em 15 anos.

Quais os impactos para os investidores de uma eventual revisão dos incentivados?

O governo brasileiro não tem se mantido alheio aos efeitos dos títulos incentivados no mercado. Em jun-25 anunciou a MP 1.303¹⁷, prevendo, entre outras medidas, a cobrança de 5% de IR sobre LCI, LCA, CRI, CRA, debêntures incentivadas e Fiagro, só para emissões a partir de 1º/1/2026, sem efeitos sobre o estoque. A Câmara retirou o projeto de pauta e a MP perdeu validade após 120 dias, em uma sinalização de insuficiência de debate público para a apreciação das propostas. Na nossa visão, a principal falha da proposta foi sua orientação prioritariamente arrecadatória, ao invés da busca de eficiência dos programas de estímulo ao crédito para os setores prioritários na agenda de política pública.

O anúncio da intenção de revisar a isenção tributária sobre os ativos isentos provocou relevante impacto sobre os spreads das debêntures incentivadas então emitidas, com forte compressão de 54 bps no IDEX-Infra entre 15 de abril e 15 de setembro de 2025 — janela em que o mercado antecipou e depois digeriu o anúncio da MP 1.303 —, resultando em ganho de 7,5% no índice (126% do CDI do período). Acreditamos que uma nova ofensiva do governo na direção de revisar o tratamento dos incentivados deverá continuar preservando o estoque, impactando somente as novas emissões. Combinada com o limite legal de 2030 para novas emissões incentivadas, essa preservação do estoque tende a tornar os papéis já emitidos mais escassos ao longo do tempo, um fator técnico favorável à sua precificação. Atualmente, os spreads do IDEX-Infra estão no maior nível do ano, 32 bps acima da média histórica e no menor diferencial histórico em relação ao IDEX-CDI. Quando combinamos o valuation com a perspectiva de revisão dos incentivos, encontramos nas debêntures de infraestrutura a melhor relação risco-retorno entre as subclasses de crédito privado, o que tem balizado o aumento gradual da nossa exposição na categoria.

¹⁷ Medida Provisória nº 1.303, de 11 de junho de 2025, que dispõe sobre a tributação de aplicações financeiras e ativos virtuais no País. www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2025/mpv/mpv1303.htm.

Infraestrutura: spread no topo do ano, prêmio relativo no piso

Spread em bps sobre a curva B e diferencial contra o IDEX-CDI, jan/2021 a 24/set/2026

Spread do IDEX-Infra



Diferencial IDEX-CDI – IDEX-Infra



Diferencial: spread do IDEX-CDI (CDI + % a.a.) menos o spread do IDEX-Infra (bps sobre a curva B), convertido para bps.
Linha tracejada: média do período. A faixa verde cobre 15/04 a 15/09/2025 e a marcação assinala 11/06/2025, anúncio da MP 1.303.
Fontes: Idex Analytics (IDEX-CDI e IDEX-Infra). Elaboração Leto Capital.

Em entrevista concedida sobre o tema em ago-26, o atual Secretário do Tesouro Nacional, Daniel Leal, argumentou que “o benefício da isenção não está compensando, ante o dano que ela está causando no mercado” e que “há praticamente um consenso de que isto não está bom e precisa mudar”¹⁸. Acreditamos que o mérito que deveria guiar o debate é como promover uma economia menos desigual e mais competitiva, com benefícios para os consumidores e para a dinâmica inflacionária ao invés do foco puramente arrecadatório. O debate dos ativos incentivados não pode se confundir com outros temas, como a capacidade de o governo federal acessar funding de longo prazo, a qual segue prioritariamente atrelada à dinâmica fiscal do país.

As experiências internacionais bem-sucedidas oferecem o norte para o aprimoramento dos incentivos criados para os títulos de crédito no Brasil. Reduzir a distância entre as grandes empresas e as PMEs via acesso a capital é a chave para tornarmos mais competitivos os setores da nossa economia e para reduzir as distorções provocadas pelos títulos incentivados.

¹⁸ “A visão do Tesouro sobre a rolagem da dívida, o arcabouço fiscal e os papéis incentivados”. Brazil Journal, 19 de agosto de 2026. braziljournal.com/a-visao-do-tesouro-sobre-a-rolagem-da-divida-o-arcabouco-fiscal-e-os-papeis-incentivados/.

Quem somos

Leto Capital

Nascemos há 12 anos como uma gestora de crédito e, ao longo dessa trajetória, evoluímos para um ecossistema de soluções de capital. Acreditamos que o mercado pode ser protagonista na promoção de transformações reais na economia.

Fundada em 2014 por Alexandre Muller, a JGP Gestão de Crédito agora é Leto Capital.

A nova marca representa a evolução de uma equipe que cresceu unida, desenvolveu uma cultura própria e construiu uma ampla infraestrutura de avaliação de riscos, análise, gestão e estruturação de operações, mantendo o crédito em seu DNA.

R\$ 23 bi

em ativos sob gestão*

12 anos

de track record

MQ1

rating de gestão pela
Moddy's

+1.000

comitês de crédito
realizados

+80

colaboradores

*Data base: 31/08/2026

As três empresas do ecossistema:

Leto Asset Management

Gestora dos fundos de crédito privado, infraestrutura e estruturados.

Anteriormente JGP Gestão de Crédito Ltda.

Leto Financial Advisory

Originação de ativos e assessoria em operações de M&A.

Anteriormente JGP Financial Advisory Ltda.

I dex Analytics

Desenvolvimento de índices e infraestrutura de dados para o mercado, incluindo o IDEX-Infra e o IDEX-CDI citados nesta carta.

Nova empresa

Mudamos de nome, mas a excelência na gestão, a disciplina nos investimentos e o compromisso com nossos investidores continuam os mesmos.

Nossos fundos

Fundos de infraestrutura da Leto

A tese apresentada na carta se traduz em fundos geridos pela Leto Asset Management, com estratégias dedicadas a debêntures de infraestrutura (Lei 12.431) e isentas de IR para cotistas pessoa física. As opções incluem fundos com benchmark IMA-Geral, gestão ativa de duration e estratégias 100% hedgeadas para CDI.

Infras abertos

*Valores referentes a ago/26

	Debêntures Juros Reais	Debêntures Juros Reais 60	Debêntures CDI
CNPJ	41.594.333/0001-73	54237.051/0001-60	58.600.298/0001-50
Lançamento	23-nov-2021	06-mai-2024	02-jan-2025
Carrego bruto*	IPCA+10,20%	IPCA+10,01%	CDI+1,83%
Alocação alvo bonds exterior	—	—	—
Alavancagem máx. em crédito	Até 20% do PL	Até 20% do PL	Até 20% do PL
Tx de administração	1,00% a.a.	1,00% a.a.	0,60% a.a.
Tx de performance	20% do que exceder 100% do IMA-Geral	20% do que exceder 100% do IMAB	20% do que excede 100% do CDI
Público alvo	Investidores em Geral	Investidores em Geral	Investidores em Geral
Carência para resgate	D+30	D+30	D+30
Aplicação/saldo mínimo	R\$ 1.000,00	R\$ 1.000,00	R\$ 1.000,00
Movimentação subsequente	R\$ 1.000,00	R\$ 1.000,00	R\$ 1.000,00
Tipo Anbima	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre
Tributação perseguida	Isento	Isento	Isento
Plataformas disponíveis	XP, BTG, ITAÚ	XP, BTG, ITAÚ	XP, SAFRA

Infra cetipados

	I11	Q11	FA11
CNPJ	52.915.104/0001-20	55.204.781/0001-28	58.356.902/0001-45
Data de início	16-nov-2023	27-jun-2024	04-dez-2024
Carrego bruto*	IPCA+11,49%	CDI+3,70%	CDI+3,48%
Alocação alvo bonds exterior	—	—	Até 20% do PL
Alavancagem máx. em crédito	Até 20% do PL	Até 20% do PL	Até 20% do PL
Tx de administração	1,17% a.a.	1,20% a.a.	1,03% a.a.
Tx de performance	20% sobre o que exceder IMAB+1,00% a.a.	20% do que exceder IMA-Geral	20% do que excede 100% do CDI
Público alvo	Investidores em Geral	Investidores em Geral	Investidores em Geral
Carência para resgate	Fundo cetipado	Fundo cetipado	Fundo cetipado
Aplicação/saldo mínimo	—	—	—
Movimentação subsequente	—	—	—
Tipo Anbima	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre	Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre
Tributação perseguida	Isento	Isento	Isento
Plataformas disponíveis	XP	BTG	XP

O futuro dos Títulos Isentos no Brasil | Outubro 2026

Este material foi elaborado pela Leto Capital exclusivamente para fins informativos e institucionais. Seu conteúdo não constitui oferta, solicitação ou recomendação de investimento, nem deve ser interpretado como aconselhamento financeiro, jurídico, contábil ou tributário.

As informações, opiniões e projeções aqui apresentadas refletem as condições disponíveis na data de sua elaboração e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. Embora as informações sejam consideradas confiáveis, não há garantia quanto à sua exatidão, integridade ou atualização. Rentabilidades passadas não representam garantia de resultados futuros.

Todo investimento envolve riscos, inclusive a possibilidade de perda parcial ou total do capital investido. Os investimentos em fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Créditos (FGC).

Antes de investir, recomenda-se a leitura dos documentos aplicáveis, incluindo Regulamento, Anexo Classe e Apêndice Subclasse, quando existentes, que encontram-se disponíveis também no site da gestora www.letocapital.com.br/fundos.

Leto Asset Management Ltda.

R. Humaitá 275, 11º andar (Parte)

Humaitá, Rio de Janeiro - RJ

CEP: 22261-005 - Brasil

ri@letocapital.com.br

www.letocapital.com.br

Av. Brigadeiro Faria Lima 2277, cj. 1904

Jardim Paulistano, São Paulo - SP

CEP: 01452-000 - Brasil

R. Desembargador Leite Albuquerque 635, Sl. 501

Aldeota, Fortaleza – CE

CEP: 60150-150

