

6ª carta de gestão de Crédito Privado

O QUE ESTÁ ACONTECENDO NO MERCADO DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA?

Novembro/2025

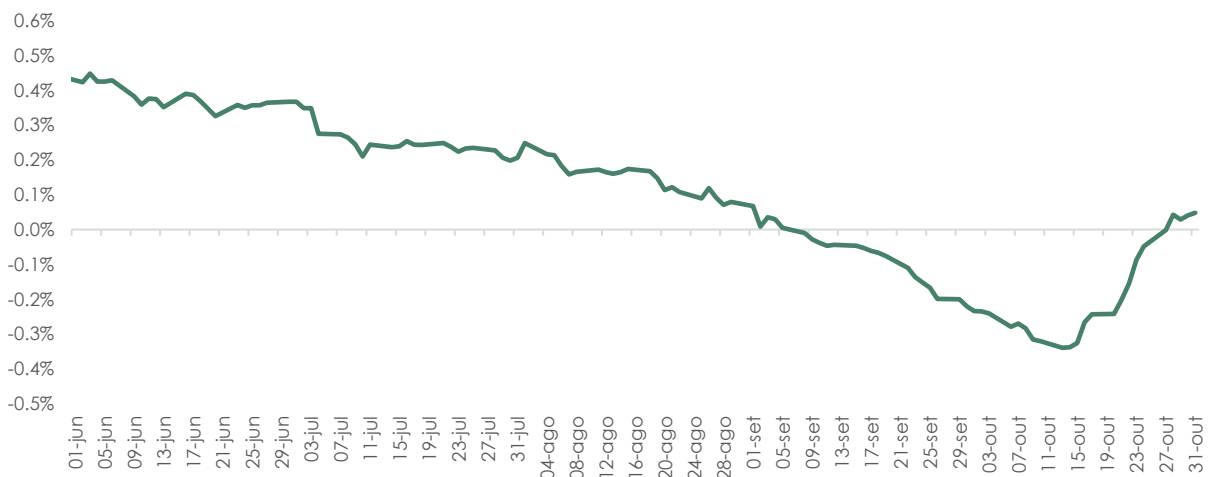
O que está acontecendo no mercado de debêntures de infraestrutura?

Em junho deste ano, o Governo publicou o texto da MP 1.303 que visava tributar os investimentos em ativos isentos como debêntures de infraestrutura, LCIs e LCAs com uma alíquota de 5% a partir de 2026. Criou-se, então, um racional no mercado de que o segundo semestre seria a última oportunidade para que os investidores comprassem debêntures de infraestrutura ou alocassem em fundos de debêntures isentas (regidos pela Lei 12.431). Caso contrário, se alocassem em tais ativos a partir de janeiro de 2026, os ganhos passariam a ser tributados com alíquota de 5%.

Após negociações com o Congresso, esse texto da MP 1.303 foi alterado em setembro. O novo texto definia que os investimentos em debêntures de infraestrutura e fundos de infraestrutura se manteriam 100% isentos de IR mesmo a partir de 2026, enquanto propunha tributar LCIs e LCAs em 5%. Já a tributação em fundos de renda fixa, ou fundos de ações, mudaria de 15% para 18%. Ou seja, caso esse novo texto fosse aprovado, não existiria mais o senso de urgência para aportar em fundos de infraestrutura até dezembro de 2025 mas, de fato, a vantagem tributária das debêntures isentas versus outros ativos como LCIs e LCAs iria aumentar.

Sendo assim, os investidores correram para alocar em fundos de infraestrutura e debêntures isentas entre junho e setembro. No gráfico 1 abaixo, observamos uma forte aceleração no fechamento de *spreads* de debêntures isentas, principalmente entre final de agosto e meio de outubro.

Gráfico 1: *Spread* de Crédito das Debêntures de Infraestrutura (% a.a.)



Fontes: ANBIMA e Legacy Capital

Diante da dificuldade de se chegar a um consenso para aprovação de tal medida provisória no Congresso, e para surpresa de muitos agentes do mercado, a MP 1.303 caducou em 8 de outubro, mantendo o status quo no que se refere às alíquotas de tributação dos investimentos isentos.

Como a medida provisória expirou, nossa expectativa era de que a partir de outubro os aportes de fundos de infraestrutura fossem suavizar em relação ao grande volume de aportes visto entre junho e setembro e, com isso, *spreads* de crédito parariam de fechar.

Entretanto, não esperávamos ver uma forte reprecificação nos *spreads* de crédito das debêntures de infra como aconteceu desde 13 de outubro (vide gráfico 1 acima). Essa rápida abertura de *spread* de, em média, 40 bps foi causada por um fluxo específico de alguns gestores de fundos vendendo papéis no mercado secundário. Alguns papéis chegaram a abrir 80 bps de *spread* em apenas 2 semanas, sem nenhuma mudança de fundamento em seu perfil de crédito (movimento de ajuste técnico).

Somos da opinião de que tal reprecificação de *spreads* está próxima ao fim e, de certa forma, é saudável para o mercado, pois deve ajudar a reprecificar os *spreads* das emissões primárias a partir de novembro. Não acreditamos numa continuidade desse movimento de abertura de *spreads* com tal velocidade. Ao longo de novembro, o nível dos *spreads* de debêntures isentas deveria estabilizar, devido aos seguintes fatores:

- 1) Não estamos vendo nenhum problema de crédito (risco de *default*) eminente nas empresas que emitem recorrentemente debêntures de infraestrutura. Emissores de debênture de infra são, em sua maioria, empresas do setor elétrico, saneamento e rodovias (negócios mais estáveis com menos eventos de crédito). Casos problemáticos recentes como Ambipar e Braskem não emitem debêntures isentas.
- 2) A atratividade para alocação em renda fixa isenta para os próximos 12 meses segue bem alta. Hoje o mercado precifica uma SELIC média esperada para o ano fechado de 2026 de 13.7%. Ou seja, fundos que entreguem CDI isento mais algum alfa no próximo ano seguirão atrativos versus outros investimentos como LCIs e LCAs, as quais estão com baixa disponibilidade, pois os bancos emissores de letras estão sem lastro. Por consequência suas taxas estão cada vez mais baixas, chegando a níveis como 85% a 90% do CDI (que são equivalentes a CDI-2.1% e a CDI-1.4%, respectivamente, utilizando o CDI esperado para 2026 de 13.7%).
- 3) Investidores pessoas físicas devem estar olhando essa abertura de taxas como uma oportunidade de alocar em papéis diretamente em seus CPFs. As taxas de debêntures de infraestrutura estão em torno de IPCA+8% (vide gráfico 2 abaixo), isentas de IR, tanto no carregamento quanto em eventuais ganhos de capital. Quando as NTN-Bs começarem a fechar taxas (cenário mais provável na visão da Legacy para os próximos 12 meses), os ganhos de capital nas debêntures de infra serão isentos de IR.

Gráfico 2: Yields das Debêntures de Infraestrutura (% a.a.)



Fontes: ANBIMA e Legacy Capital

Estudos mostram que os retornos anualizados 3 anos à frente de uma cesta de NTN-Bs, representados pelo índice da Anbima IMA-B, são da ordem de CDI+3% a CDI+7%, quando os investidores compram NTN-Bs com taxas entre IPCA+7% e IPCA+8% (usando histórico dos últimos 15 anos).

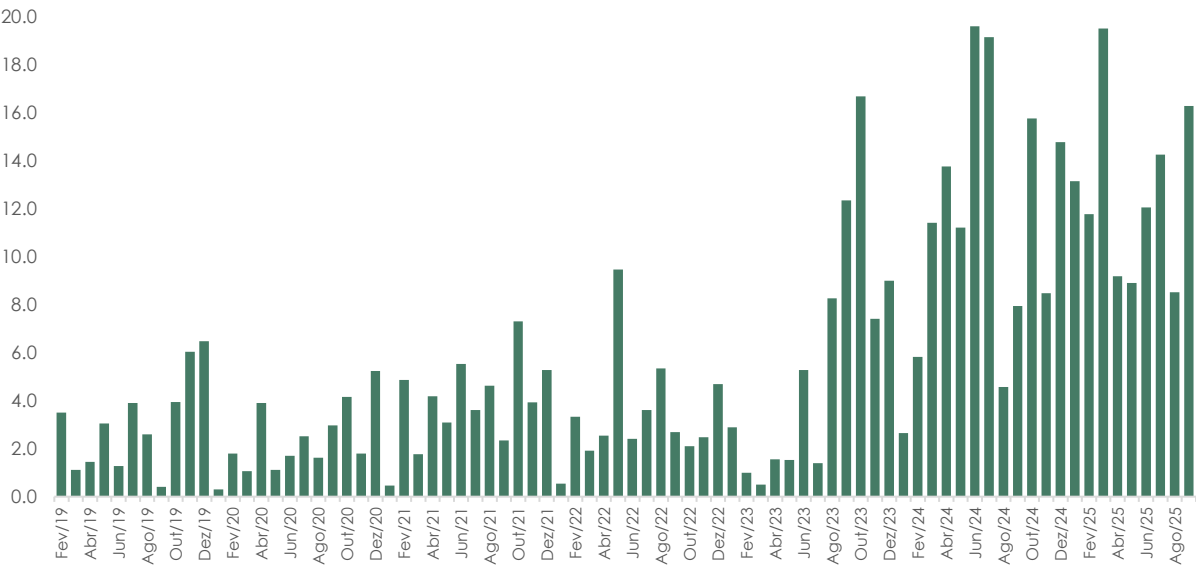
- 4) Embora seja natural que haja algum resgate nos fundos de debêntures de infraestrutura em CDI, o que poderia gerar venda de papéis no secundário, é sabido que diversos fundos captaram um volume relevante de recursos nos últimos meses e ainda não alocaram esse caixa em debêntures de infraestrutura.

De acordo com as regras da Lei 12.431, os gestores têm até 6 meses para alocar no mínimo 67% do PL dos fundos de debêntures de infra em papéis isentos. Estima-se que haja uma compra represada desses fundos da ordem de R\$10 a R\$20 bilhões nos próximos meses (segundo estudo divulgado pela área de pesquisa do banco Bradesco em setembro).

- 5) O volume de emissões no mercado primário nos próximos 3 meses deve desacelerar em relação ao que vimos desde o início de 2024 (vide gráfico 3 abaixo). Devemos ver volumes de emissões vindo a mercado bem menores do que os R\$ 12 bilhões por mês vistos desde jan/24. De fato, já estamos vendo algumas emissões ficarem nos balanços dos bancos e não serem oferecidas ao gestores de fundos.

As empresas, em sua maioria, já anteciparam suas emissões, estão com caixa elevado e não precisam emitir no curto prazo.

Gráfico 3: Volume de Emissões de Debêntures de Infraestrutura (R\$ Bilhões)



Fontes: CVM e Legacy Capital

Com isso, a necessidade de compra dos gestores que precisarem enquadrar seus fundos deve contrabalançar em parte as possíveis vendas de papéis no mercado secundário.

6) A performance dos fundos de debêntures isentas nos últimos 12 e 24 meses sugere que investidores vejam a underperformance de outubro como pontual. Como exemplo, apesar das cotas abaixo do esperado em outubro, o fundo Legacy Compound Infra CDI Ativo apresenta as rentabilidades descritas na Tabela 1, abaixo.

Tabela 1: Rentabilidade por ano do Legacy Capital Compound Deb Infra CDI Ativo (CDI)

Fundo Legacy Capital Compound CDI Ativo (CNPJ: 50.891.130/0001-30)			
Tabela de Rentabilidades (% CDI)	2025 até 31/Outubro	2024	Since Inception
Rentabilidade Isenta (% CDI)	110%	126%	117%
Rentabilidade Gross-up (% CDI)	126%	147%	138%

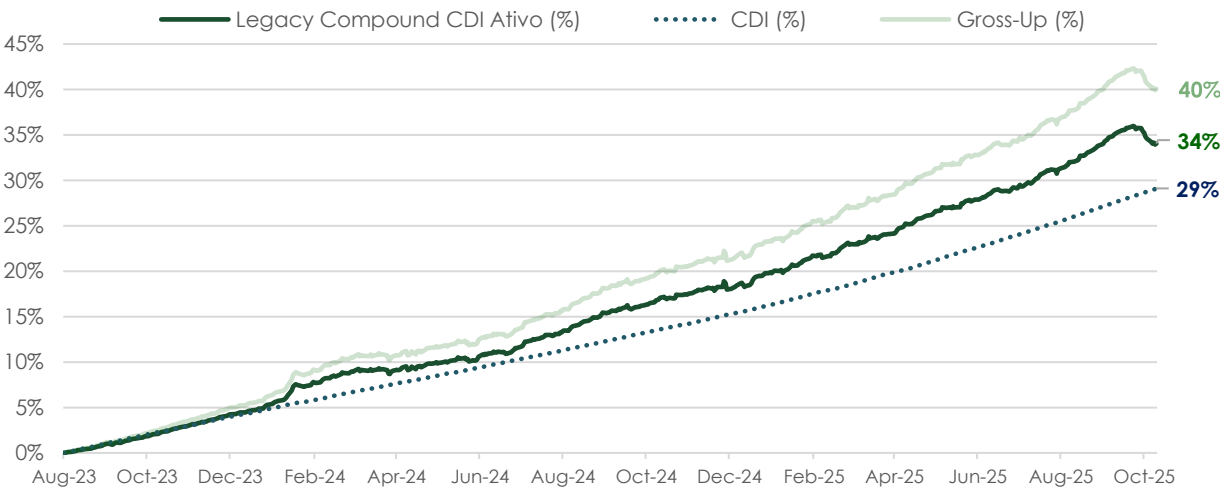
Fontes: Legacy Capital. Para maiores informações do fundo, acesso [nosso site](#).

Legacy Capital Compound Deb Infra CDI Ativo (Debêntures de Infraestrutura, CDI)

O fundo Legacy Compound Infra CDI Ativo possui dois anos de histórico. O fundo já está na regra de enquadramento que exige pelo menos 85% do seu portfolio investido em debêntures de infraestrutura.

Adicionalmente, as emissões primárias que vieram a mercado nos últimos meses foram de papéis com prazos de vencimentos mais longos. Esses dois fatores explicam a performance aquém do esperado do fundo em outubro. Vale ressaltar que nos meses de agosto e setembro o fundo teve rentabilidade acumulada acima de 170% do CDI isento de impostos.

Gráfico 4: Cota do Legacy Compound Deb Infra CDI Ativo (Isento de IR) versus Benchmark



Fontes: Legacy Capital. *Cálculo do gross-up sendo feito considerando uma alíquota de 15% de IRPF, para comparação com a rentabilidade isenta do fundo.

Além disso, o fundo conta com alocação de risco de mercado de juros, descorrelacionada com mercado de crédito, que tem gerado alfa para os cotistas ao longo desses dois anos. A carteira do fundo é pulverizada, contando com mais de 79 grupos econômicos, distribuídos em mais de 12 setores. Nenhuma posição representa mais de 4.5% do PL, enquanto a qualidade de créditos dos ativos é elevada, com 82% dos emissores AA ou acima.

Seguimos confiantes de que o produto continuará entregando resultados em linha com objetivo do produto de CDI+2% a.a., líquido e isento de IR, com volatilidade controlada de 2% a.a.

A Legacy Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não se caracterizam e nem devem ser entendidas como uma promessa ou um compromisso da Legacy Capital. **As informações presentes neste material publicitário são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.** A Legacy não se responsabiliza por decisões do investidor, nem por ato ou fato de profissionais especializados por ele consultados. **Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, gestor da carteira ou qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito - FGC. Leia a Lâmina de informações essenciais, o Regulamento, anexos e apêndices do Fundo, conforme o caso, antes de investir.** Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses. **Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.** Os fundos podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. **Os ativos financeiros integrantes nesta carteira podem não possuir liquidez imediata, podendo seus prazos e/ou rentabilidade variar de acordo com o vencimento ou prazo de resgate de cada ativo, caso seja negociado antecipadamente.** Para mais informações, visite o site da Gestora.



CONTATO

-  +55 11 4130 7950
-  ri@legacycapital.com.br
-  www.legacycapital.com.br
-  Av. Brigadeiro Faria Lima, 4221 – 10º andar
Itaim Bibi – São Paulo – SP