

Renda Fixa

# Carta Riza Asset | 01

*Private Credit: Entre Narrativas e Fundamentos*



## Resumo Executivo

---

O mercado de *private credit* voltou ao centro do debate global nos últimos meses, passando a ocupar espaço recorrente nas manchetes dos principais veículos financeiros. Em particular, após episódios de maior visibilidade, como o *default* de *First Brands Group* (aproximadamente US\$ 5,5 bilhões) e o aumento de solicitações de resgate acima dos limites contratuais em alguns dos principais BDCs da indústria, ganhou tração uma narrativa mais pessimista. Segundo essa leitura, o setor estaria atravessando um estresse de natureza sistêmica, potencialmente precursor de uma nova crise financeira.

O termo *private credit* refere-se, de forma ampla, ao conjunto de operações de crédito realizadas fora do sistema bancário tradicional, nas quais investidores institucionais passam a financiar diretamente empresas por meio de estruturas privadas, pouco líquidas e, em geral, não negociadas em mercado secundário. Trata-se de um universo heterogêneo, que engloba desde estratégias mais complexas, como *distressed* e *special situations*, até formatos mais padronizados. Entre estes, destaca-se o *direct lending*, segmento que concentra a maior parte do crescimento recente da indústria e que se caracteriza pela originação direta de empréstimos, tipicamente para empresas de médio porte.

É nesse contexto que se inserem as *Business Development Companies* (BDCs), veículos que representam um dos principais canais de acesso ao mercado de *direct lending* nos Estados Unidos, podendo ser estruturados na forma de companhias listadas em bolsa. Voltadas majoritariamente ao financiamento de empresas de médio porte, as BDCs combinam características de fundos de crédito com obrigações regulatórias específicas, como distribuição elevada de dividendos e limites de alavancagem. Nos casos em que são listadas, esses veículos passam a refletir de forma mais imediata as mudanças de percepção do mercado, o que pode amplificar movimentos de preço e, em determinados momentos, contribuir para a formação de narrativas que nem sempre encontram correspondência direta nos fundamentos dos ativos subjacentes.

Na Riza Asset, optamos por uma abordagem distinta, menos guiada por narrativas e mais ancorada em evidência empírica. Em nossa avaliação, o debate recente tem sido marcado por uma assimetria relevante entre percepção e dados. Em um mercado ainda pouco compreendido fora de círculos especializados, esse vazio analítico acabou sendo preenchido por interpretações simplificadas e, em alguns casos, por extrapolações que não se sustentam à luz dos fundamentos.

Este material tem como objetivo contribuir para uma leitura mais estruturada e transparente de um segmento que, por natureza, ainda carrega elevado grau de opacidade. Para isso, organizamos a análise em quatro blocos principais. Primeiro, revisitamos a evolução histórica da indústria, destacando sua função econômica, a lógica de funcionamento dos veículos e o papel dos diferentes agentes. Em seguida, analisamos o momento atual do setor, a partir de uma perspectiva *top down*, abordando as

principais preocupações do mercado e as tendências em curso. Na terceira seção, aprofundamos a análise dos BDCs, hoje no epicentro da discussão, com foco em avaliar, de forma objetiva, se os veículos sob maior escrutínio apresentam sinais consistentes de deterioração financeira. Por fim, apresentamos nossa visão como gestores de crédito, buscando avaliar em que medida o sentimento predominante encontra respaldo nos dados, à luz das evidências apresentadas ao longo do trabalho.

## Visão Geral

Os BDCs estão no centro das atenções no mercado de *private credit*. No caso dos veículos listados, essa dinâmica já se refletiu de forma mais evidente nos preços de mercado, com as cotações se afastando das máximas recentes, conforme ilustrado pelo comportamento do Índice Cliffwater BDC (Figura 1), que, após atingir patamares historicamente elevados, passou a apresentar maior volatilidade. Em paralelo, os BDCs em formato *open end*, apesar de preverem resgates periódicos, passaram a atingir os limites estabelecidos em algumas das principais plataformas do setor. Esse movimento combinado reforçou uma leitura mais cautelosa sobre o segmento, à medida que as dúvidas passaram a se multiplicar mais rapidamente do que as respostas, ampliando a demanda por maior transparência.

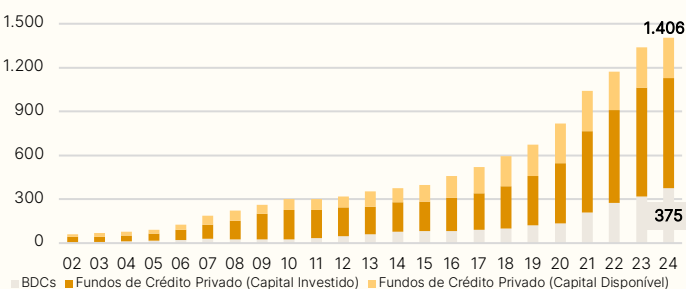
Índice Cliffwater BDC – CWBDC<sup>1</sup>:



## Visão detalhada do mercado

O mercado endereçável de *private debt* globalmente é hoje estimado em aproximadamente US\$ 4 trilhões, abrangendo tanto estratégias ligadas ao mercado de seguradoras quanto a indústria de *direct lending*. Este trabalho tem como foco o segmento de *direct lending*, em especial o mercado norte-americano, que concentra cerca de 80,0% dessa atividade global. Dentro desse universo, destacam-se os BDCs, ou *Business Development Companies*, veículos que representam aproximadamente 25,0% do mercado de *direct lending*, com ativos que já superam US\$ 500 bilhões (2025).

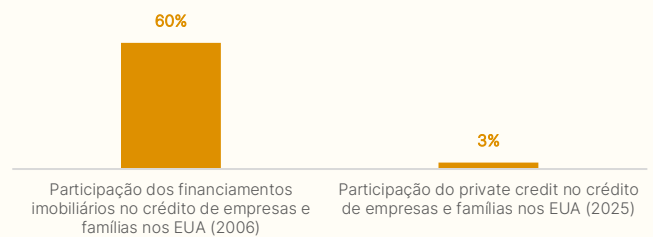
US AUM – Fundos de *Private Credit* (US\$ Bn)<sup>2</sup>:



A expansão recente do setor tem sido expressiva e amplamente sustentada pelo crescimento dos BDCs. Desde 2018, os ativos desses veículos mais do que triplicaram, saindo de cerca de US\$ 100 bilhões para aproximadamente US\$ 375 bilhões em 2024, com projeções que apontam para algo próximo a US\$ 500 bilhões ao final de 2025. No agregado, o mercado de *direct lending* alcançou cerca de US\$ 1,9 trilhão, com CAGR próximo a 16,0% no período, refletindo a maior demanda por crédito privado e a consolidação dos BDCs como principal canal de alocação.

Para colocar essa escala em perspectiva, a dívida global soma atualmente cerca de US\$ 346 trilhões, considerando governos, empresas e famílias, enquanto os ativos do sistema bancário atingem aproximadamente US\$ 191 trilhões e o universo de instituições financeiras não bancárias ultrapassa US\$ 250 trilhões (NBFIs, que incluem fundos de investimento, seguradoras, veículos estruturados securitizados e outros agentes que atuam na intermediação financeira fora do sistema bancário tradicional). Nesse contexto, o mercado de *private debt*, estimado em cerca de US\$ 4 trilhões, representa aproximadamente 1,2% da dívida global, 2,0% dos ativos do sistema bancário e menos de 1,6% do universo de NBFIs. Mesmo nos Estados Unidos, onde o mercado é mais desenvolvido, o *direct lending* representa cerca de 3,0% do total de crédito a empresas e famílias, uma fração ainda reduzida quando comparada a outros segmentos historicamente dominantes. Trata-se, portanto, de um segmento relevante e em franca expansão, mas cuja escala, quando comparada aos grandes agregados globais, ainda permanece limitada.

Participação do *direct lending* no crédito dos EUA - comparação com 2008<sup>3</sup>:



## Evolução e estrutura de mercado

Os *Business Development Companies* (BDCs) surgem da combinação entre o *Investment Company Act* de 1940 e o *Small Business Investment Act* de 1980, sob um regime tributário favorecido e com um objetivo claro: direcionar capital privado para pequenas e médias empresas americanas historicamente subatendidas pelo sistema financeiro tradicional.

O arcabouço de 1940 estabeleceu as bases para veículos de investimento coletivo, dando origem ao modelo moderno de

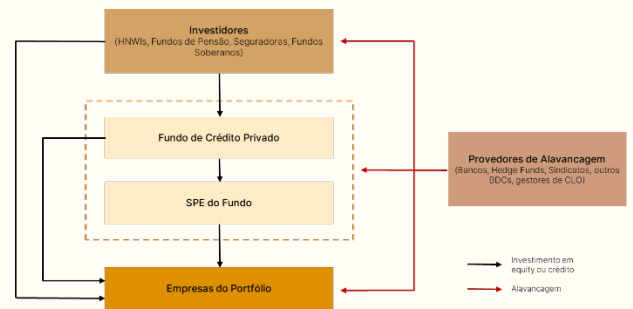
*mutual funds*. No entanto, tratava-se de uma estrutura desenhada essencialmente para ativos líquidos e negociados em bolsa, o que limitava sua aplicabilidade ao crédito privado. A legislação de 1980 introduziu, então, uma nova categoria de companhia de investimento, flexibilizando parte dessas restrições e criando um conjunto de regras específico para a atuação em ativos ilíquidos. Em termos práticos, esse movimento teve um papel análogo ao da criação dos REITs, instituídos pela legislação de 1960, ao viabilizar o acesso de investidores a uma nova classe de ativos.

Para se qualificar como BDC, a companhia deve eleger formalmente esse status junto à SEC, alocar ao menos 70,0% de seus ativos em empresas elegíveis e divulgar, com frequência trimestral, o valor justo de suas posições. Em contrapartida, passa a operar sob um regime regulatório e econômico específico. Do ponto de vista de alavancagem, esses veículos estão sujeitos a limites regulatórios que, historicamente, implicavam níveis mais conservadores, mas que foram flexibilizados ao longo do tempo, permitindo hoje patamares próximos a 2,0x de dívida sobre patrimônio. Do ponto de vista tributário, os BDCs são enquadrados como *Regulated Investment Companies*, o que permite isenção de imposto corporativo desde que distribuam acima de 90,0% de sua renda aos acionistas.

Esse mecanismo de *pass through* é central para o modelo. Ao transferir diretamente a renda gerada pelos ativos para o investidor final, os BDCs tendem a apresentar perfis de distribuição elevados, ancorados no *Net Investment Income* (NII) gerado por empréstimos, dividendos e taxas. Ao mesmo tempo, o retorno total incorpora ganhos e perdas, realizados e não realizados, refletindo a marcação dos ativos. Essa marcação, no entanto, depende de avaliações periódicas, tipicamente trimestrais, baseadas em modelos e suportadas por terceiros, o que pode introduzir defasagem e subjetividade na mensuração do valor justo.

Do ponto de vista econômico, os BDCs cumprem o papel de ampliar a oferta de crédito para segmentos menos atendidos da economia. Para o investidor, no entanto, a atratividade do produto depende da capacidade de oferecer prêmio em relação ao crédito líquido, preservando, nos veículos abertos, algum grau de liquidez. Esse prêmio de iliquidez, por sua vez, é frequentemente potencializado pelo uso de alavancagem de terceiros, dando origem a estruturas em que a alavancagem pode estar presente em diferentes camadas da pilha de capital, como ilustrado na Figura 4.

Múltiplas camadas de alavancagem<sup>4</sup>:

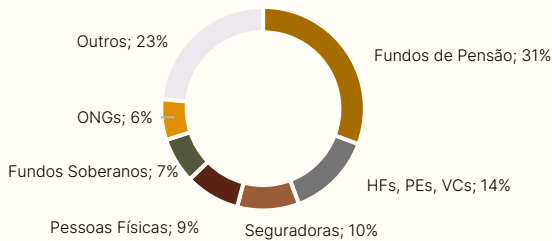


Essa arquitetura é típica dos BDCs. Nos veículos listados, os ajustes de liquidez tendem a se refletir diretamente nos preços de mercado. Já nos BDCs em formato *open end*, essa estrutura também cumpre o papel de acomodar pedidos de resgate, funcionando como um mecanismo complementar à ausência de negociação em bolsa. O desafio emerge quando a pressão por saques se intensifica: a natureza ilíquida dos ativos passa a predominar e limita a capacidade de geração de caixa no curto prazo. Diferentemente dos fundos de crédito líquido, o BDC não consegue ajustar sua posição com a mesma facilidade no mercado secundário, seja pela menor profundidade desse mercado, seja pelo custo implícito de liquidez, frequentemente materializado em vendas com desconto dos ativos em carteira.

Diante disso, a indústria recorre a mecanismos clássicos de gestão de liquidez. O primeiro é a *NAV lending*, isto é, a captação de recursos com base na própria carteira do fundo, evitando a necessidade de alienar os ativos subjacentes. O segundo são os *redemption gates*, cláusulas que limitam o volume de resgates em cada período, tipicamente em torno de 5,0% do NAV por trimestre. Quando a demanda supera esse limite, os resgates passam a ser atendidos de forma parcial e proporcional, com o excedente sendo carregado para períodos subsequentes, como observado recentemente em veículos como Apollo Debt Solutions e Blue Owl OBDC II.

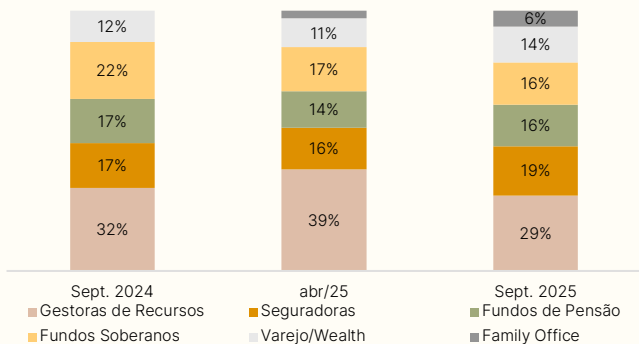
O momento atual marca um dos primeiros testes mais abrangentes desse arranjo. Em paralelo, a própria composição da base de investidores tem evoluído. Tradicionalmente, o *private credit* foi dominado por investidores institucionais, com horizontes mais longos e maior aderência à natureza ilíquida dos ativos. Nos últimos anos, contudo, a classe passou a atrair de forma crescente o investidor de varejo, que já representa cerca de 9,0% da base de investidores em *private credit*. Ainda que essa participação permaneça minoritária em termos de estoque, sua relevância marginal tem aumentado, contribuindo para mudanças na dinâmica de fluxos e na percepção de liquidez do segmento.

Quebra de Investidores – Fundos de *private credit* (%) <sup>5</sup>:



A Figura 6, com base em dados da Bloomberg Intelligence, sugere que essa participação não apenas já é relevante, como deve continuar a crescer. Mais do que o tamanho da base de varejo, porém, o ponto central está no ritmo dessa expansão, que tem superado a disseminação do entendimento sobre o produto. Em um ativo cuja liquidez é contratual, e não econômica, essa diferença torna-se particularmente relevante.

Bloomberg Intelligence – Alocadores Potenciais<sup>6</sup>:



A Tabela 1 reúne os principais captadores de *private debt* nos últimos cinco anos, somando US\$ 700 bilhões apenas entre os dez maiores gestores. Esse valor corresponde a cerca de 40,0% do *Assets Under Management* (AUM) total da classe em 2024, o que ajuda a dimensionar não apenas o tamanho do mercado, mas também a velocidade com que os grandes provedores de capital precisaram escalar sua originação e distribuição.

Sede	Gestora	Captação (US\$ bn)
Los Angeles	Ares Management	116,3
Nova York	HPS Investment Partners	100,9
Nova York	Blackstone	98,4
Nova York	Goldman Sachs AM	87,8
Paris	AXA IM Alts. / BNPP AM	56,9
Londres	ICG	55,8
Nova York	BlackRock	50,5
Nova York	Apollo Global Management	48,7
Washington, DC	The Carlyle Group	43,9
Nova York	Blue Owl Capital	42,0

As principais casas de *private credit*, que aqui denominamos “Big 4”, são Blackstone, Blue Owl, Ares e Apollo (Tabela 2). Em conjunto, essas plataformas somam aproximadamente US\$ 233 bilhões em ativos sob gestão em BDCs, o equivalente a cerca de 60,0% de toda a indústria. Para compreender a trajetória de crescimento dessas gestoras, é fundamental entender a lógica de funcionamento de seus modelos operacionais.

AUM em BDCs (2T25)	Total (US\$ bn)	Maior BDC
Blackstone	90,4	BCRED (US\$ 77,0bn)
Blue Owl Capital	71,6	OCIC (US\$ 33,0bn)
Ares Management	45,9	ARCC (US\$ 29,0bn)
Apollo Global Management	25,3	ADS (US\$ 22,0 bn)

## Participantes e canais de distribuição

O prêmio de retorno e a diversificação oferecidos pelos mercados privados levaram a uma expansão estrutural da demanda por esses ativos ao longo da última década.

### Estruturas Operacionais: 'The Big 4'

Cada plataforma combina uma gestora de ativos com um veículo de seguros afiliado para garantir capital permanente



**Nota:** A exposição a seguros varia por empresa; algumas entidades são controladas ou detidas majoritariamente, enquanto outras são acessadas via parcerias estratégicas ou participações minoritárias.

**Fontes:** Documentos das empresas, Apollo (set 2025), Blackstone 3T 2025, Ares dez 2025, Blue Owl 1T 2025. Valores de AUM aproximados.

□ Holding      □ Braço de gestão de ativos      ■ Afiliada de seguros

Como discutido na seção anterior, o alinhamento entre prazos de ativos e passivos é a principal razão pela qual investidores institucionais ainda dominam a classe. Para sustentar o motor de originação e a previsibilidade de receitas, os grandes gestores passaram a estruturar formas de acessar capital de longo prazo de maneira recorrente. A solução foi combinar a plataforma de originação com um provedor de capital permanente, em geral uma seguradora afiliada, que financia ativos de *private credit* por meio de passivos de seguros, como anuidades e produtos de vida, conforme ilustrado no diagrama. Em momentos de estresse, essa estrutura permite que a seguradora afiliada absorva carteiras originadas pelos BDCs, deslocando o risco de crédito dentro do próprio ecossistema, em vez de efetivamente eliminá-lo. Trata-se, contudo, de uma fonte de liquidez restrita a um grupo reduzido de grandes instituições, e não de um mecanismo amplamente disponível ao mercado. Um exemplo recente é a venda de aproximadamente US\$ 1,6 bilhão em ativos do **OBDC II**, equivalente a cerca de 20,0% do NAV do fundo, para um grupo de quatro entidades, entre elas a **Kuvare**, sua seguradora afiliada.

## Panorama Atual da Indústria

No 1T26, seria justo dizer que *private credit* atravessa seu momento de maior desgaste reputacional desde que passou a ocupar espaço central no debate de investimentos. Céticos sempre existiram, como em qualquer mercado, mas, recentemente, a visão mais pessimista passou a dominar a narrativa sobre a classe. Nesta seção, procuramos separar ruído de fundamento: avaliar se os temores hoje mais disseminados são de fato consistentes, se derivam de leituras incompletas dos dados e quais riscos merecem, de fato, ser monitorados daqui para frente.

## Narrativas Dominantes

Casos recentes, como o *default* da *First Brands*, reacenderam questionamentos sobre os padrões de *underwriting* em determinados segmentos da indústria, especialmente no que diz respeito à proliferação de estruturas *covenant-lite*, menor rigor no monitoramento e uma aparente maior tolerância ao risco de crédito.

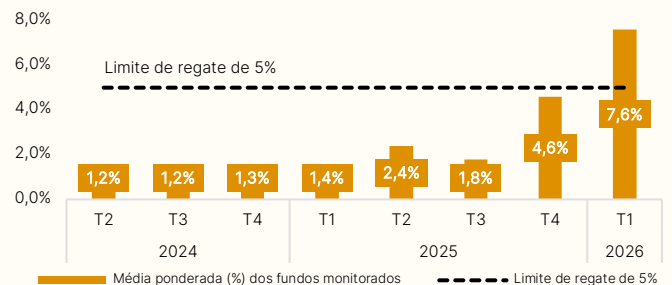
Esse movimento ganhou tração adicional ao longo do 1T26, com a recorrência de mecanismos de limitação de resgates, trazendo de volta ao centro do debate a real liquidez desses veículos. Mais do que um evento pontual, esse episódio colocou em xeque a percepção de liquidez frequentemente atribuída à classe e, por extensão, a própria liquidez do mercado de *private credit* em cenários de maior estresse.

Por fim, o setor passou a incorporar um novo vetor de incerteza, ligado ao avanço tecnológico. Esse movimento está diretamente associado à disrupção em curso no setor de software, impulsionada pela inteligência artificial, que começa a questionar a sustentabilidade de modelos tradicionais, especialmente em SaaS. Isso se dá tanto pela exposição direta dos portfólios a companhias e projetos associados ao tema, quanto pelos efeitos indiretos que a inteligência artificial pode exercer sobre a qualidade de crédito dos tomadores e, em última instância, sobre o próprio ambiente macroeconômico.

## Iliquidez e Resgates

Resgates foram o principal tema do trimestre. No 1T26, seis fundos relevantes atingiram integralmente seus limites de saque, frente a apenas dois episódios em períodos anteriores. Vale destacar que quatro desses fundos estão entre os dez maiores BDCs do mercado. Em conjunto, esses veículos somam cerca de US\$ 144 bilhões em um universo de US\$ 311 bilhões em ativos sob gestão, com base nos dados do 2T25, representando aproximadamente 50,0% do AUM da indústria. A pressão de resgates, portanto, é inequívoca. A questão central, no entanto, é outra: **trata-se de um sinal de estresse sistêmico?**

Pedidos de resgate (%):



De um lado, o acionamento dos *gates* indica que uma parcela relevante da base de investidores se mostrou desconfortável com a performance recente e buscou liquidez. A partir daí, a transição para uma narrativa de disfunção estrutural foi rápida.

Nossa leitura é mais cautelosa. O fato de os fundos atingirem seus limites contratuais de resgate não representa uma falha do sistema, mas sim a evidência de que ele está operando conforme o desenho original. Em *private credit*, o *gate* não é uma distorção, mas um mecanismo de proteção. Sem ele, a necessidade de liquidação em um ambiente adverso poderia impor custos significativamente mais elevados aos cotistas, aos tomadores e, em casos mais extremos, à própria economia real.

Isso não torna o tema irrelevante. Quando os resgates excedem o limite trimestral de 5,0%, a demanda não desaparece, apenas é diferida. Pedidos não atendidos entram automaticamente na fila para as janelas subsequentes, criando um estoque de saídas potenciais. Investidores que não conseguem liquidez tendem a retornar nas janelas seguintes, agora acompanhados por outros que, ao observar o processo, passam a questionar a acessibilidade do próprio capital. A pressão, portanto, não se dissipa, se acumula. Se esse processo se prolonga por vários trimestres, a dinâmica deixa de ser apenas uma questão de fila e passa a testar outro pilar da estrutura, o *NAV lending*.

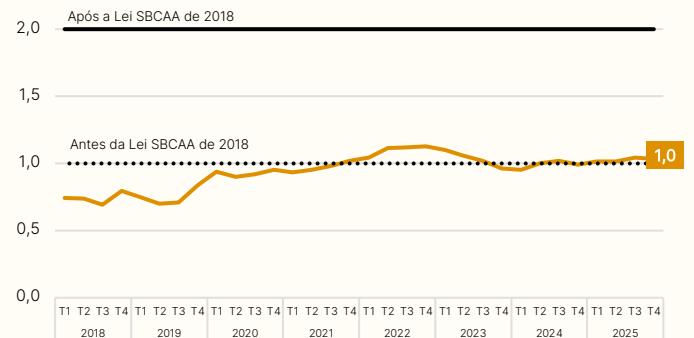
As linhas rotativas concedidas por bancos são tipicamente de curto prazo e dependem de renovação frequente. Em um cenário de maior cautela, bancos podem elevar *haircuts* ou reavaliar o valor das carteiras, reduzindo a capacidade de alavancagem dos BDCs ou, em casos mais extremos, exigindo amortizações ou aportes adicionais de colateral. Em última instância, os *gates* funcionam como um mecanismo de absorção de curto prazo: compram tempo, mas não geram liquidez estrutural. Seu poder de contenção, portanto, é elevado no curto prazo, mas tende a se dissipar caso a pressão persista. Além disso, a restrição de liquidez tende a comprometer a capacidade de rolagem do crédito, seja pela redução do capital disponível na indústria, seja pelo encarecimento das novas emissões, pressionando a estrutura de capital dos tomadores e elevando o risco de inadimplência ao longo do tempo.

## Qualidade de Carteira

As preocupações com a qualidade das carteiras dos BDCs têm se concentrado em quatro frentes principais: aumento da alavancagem, maior uso de estruturas que postergam geração de caixa, elevação das *non accruals* e maior exposição ao setor de tecnologia.

No que diz respeito à alavancagem, houve uma mudança regulatória relevante a partir de 2018, quando o limite de endividamento foi ampliado de aproximadamente 1,0x para até 2,0x dívida sobre patrimônio. Ainda assim, como mostra a Figura 8, a utilização efetiva desse novo limite foi mais contida do que o arcabouço permitiria. Após um aumento moderado, amplificado pelo ciclo de aperto monetário entre 2022 e 2023, a alavancagem da indústria estabilizou ao redor de 1,0x dívida sobre patrimônio, próxima ao padrão histórico. Em outras palavras, a regulação abriu espaço, mas o comportamento agregado mudou menos do que o debate sugere. Nesse contexto, a alavancagem excessiva parece, ao menos por ora, mais um risco idiossincrático do que um vetor de risco sistêmico.

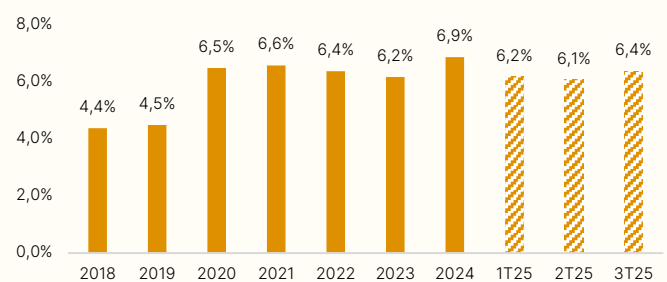
Alavancagem das BDCs - Endividamento/Patrimônio Líquido (x)<sup>8</sup>:



Um ponto mais sensível está na qualidade da geração de caixa. Parte do prêmio de retorno do *private credit* decorre do perfil dos tomadores, em geral empresas *middle market* com maior risco de crédito. Nesse ambiente, o uso de estruturas *como payment in kind*, em que o pagamento de juros é capitalizado ao principal em vez de realizado em caixa, ganhou relevância. A Figura 9 mostra que o PIK como percentual da receita de investimento aumentou ao longo do tempo, mas se manteve relativamente estável desde 2020. Mais recentemente, porém, cresceu a incidência de empréstimos já originados com opção de PIK, o que dificulta a leitura do indicador agregado, uma vez que parte relevante dessas estruturas já nasce com essa característica, e não necessariamente como reflexo de deterioração de crédito. Nessa conjuntura, a métrica mais informativa passa a ser a migração líquida de operações para PIK. Sob essa ótica, o quadro é menos alarmante, com recuo desde o fim de 2022.

A Figura 10 reforça esse ponto ao evidenciar o aumento do descolamento entre lucro contábil e geração efetiva de caixa, quando se exclui a contribuição dos juros capitalizados. PIK elevado, isoladamente, não é prova de deterioração de crédito. O ponto de atenção é outro: uma eventual queda persistente da geração de caixa. É ela que pode gerar descasamentos financeiros e dificultar o serviço da dívida ao longo da estrutura.

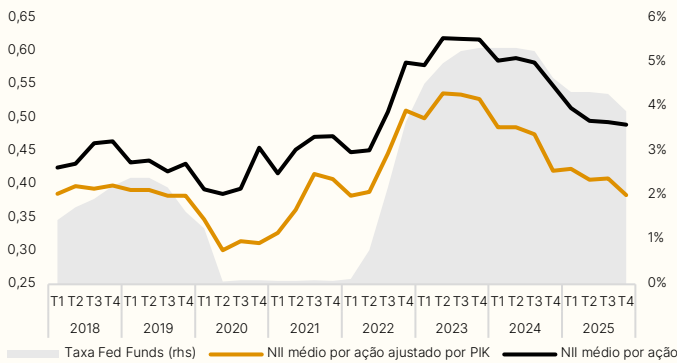
PIK como percentual da Receita de Investimento (%)<sup>9</sup>:



Esse risco ganha relevância no ambiente atual. Parte relevante da indústria enfrentou pressão de resgates e, muito provavelmente, recorreu a linhas de crédito para atravessar o período. Ao mesmo

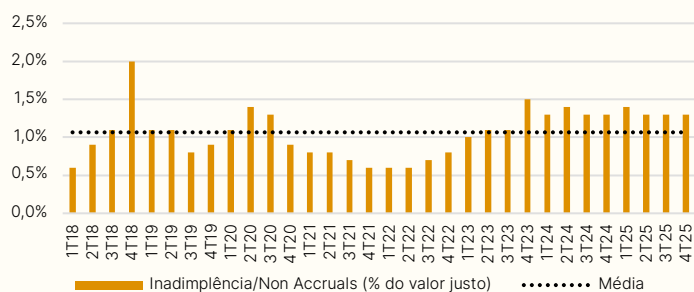
tempo, um eventual ambiente de custos mais elevados tende a pressionar o *funding* e restringir o acesso a novas fontes de capital. Se essas dinâmicas convergirem, com menor geração de caixa, *funding* mais restrito e pressão de saída por parte dos investidores, a capacidade de absorção da estrutura pode ser testada de forma mais significativa.

NII por Ação e Fed Funds (US\$/ação & %)¹⁰:



As *non accruals* seguem como o indicador mais direto de estresse de crédito. Como mostra a Figura 11, a taxa da indústria encontra-se hoje ligeiramente acima da média histórica de longo prazo, ao redor de 1,0%, mas ainda bem abaixo de episódios anteriores de maior deterioração. Vale lembrar que o período entre 2021 e 2022 foi artificialmente benigno, sustentado por estímulos pós-pandemia e condições financeiras excepcionalmente favoráveis. A elevação observada desde então se assemelha mais a uma normalização do que a uma deterioração sistêmica, ainda que a tendência mereça acompanhamento caso persista. Nos veículos não listados, inclusive entre aqueles que enfrentaram restrições de liquidez, os níveis observados permanecem substancialmente mais baixos, reforçando a leitura de que não há, até o momento, um estresse de crédito disseminado.

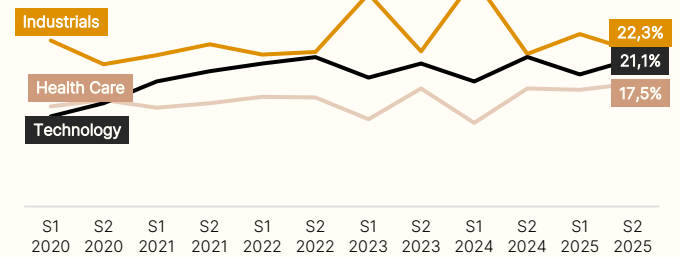
Non-Accruals como percentual do Valor Justo (%) ¹¹:



## Tecnologia e Perfil de Amortização

Por fim, a exposição ao setor de tecnologia tem sido outro foco relevante do debate. A Figura 12 mostra que, embora essa exposição tenha crescido nos últimos anos, ela permanece como o segundo maior setor nas carteiras, atrás de Industriais, e distante da concentração observada em índices amplos como o S&P 500, onde tecnologia representa entre 30,0% e 35,0%.

Concentração Setorial (%)¹²:

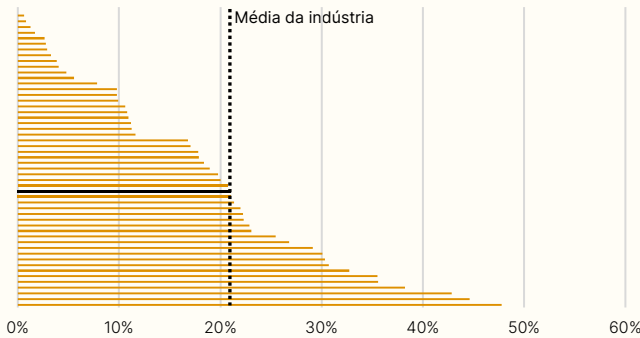


A Figura 13 complementa essa leitura ao evidenciar que a maioria dos BDCs não apresenta exposição desproporcional ao setor. Os casos de maior concentração refletem, em geral, mandatos específicos, como em veículos dedicados a tecnologia, a exemplo de Horizon Technology Finance, com cerca de 45,0% de exposição, e Blue Owl Technology Finance, com aproximadamente 36,0%. Observa-se, entretanto, que os BDCs listados carregam, em média, uma concentração maior que os veículos não listados, chegando a cerca de 25,0%, contra aproximadamente 20,0% no pico observado em 2020. Ainda assim, a dispersão entre os fundos indica que o risco não é agregado, mas sim concentrado em casos específicos.

O risco mais relevante, no entanto, não está no tamanho da exposição, mas em sua composição e, sobretudo, no seu timing. Dentro do universo de tecnologia, há predominância de Software e, em especial, modelos SaaS, justamente onde o debate estrutural é mais intenso. A ascensão da inteligência artificial tende a pressionar a proposta de valor desses modelos, reduzindo barreiras de entrada e aumentando a substituíbilidade de diversas soluções. Nesse contexto, empresas de menor escala, tipicamente financiadas via *private credit*, tendem a ser as mais vulneráveis, dada a menor capacidade de absorver perdas de clientes e ajustar suas estruturas de custo. Esse risco se torna mais evidente quando traduzido em termos de *equity cushion*: considere uma empresa negociando a 14,0x EV/EBITDA, com alavancagem de 6,0x. Nesse cenário, o credor está protegido por um *cushion* de 8,0x. Caso o múltiplo se comprima para 8,0x, esse *cushion* cai para 2,0x, uma redução de aproximadamente 75,0%, reduzindo de forma significativa a proteção do credor e elevando o risco de perda, especialmente em setores com baixa tangibilidade de ativos. Em um ambiente de maior incerteza estrutural, em que a visibilidade de longo

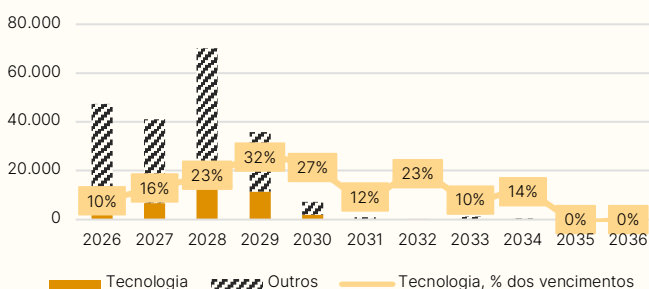
prazo desses modelos de negócio se torna mais limitada diante dos avanços tecnológicos, a tendência de compressão de múltiplos e de redução de *valuation* se intensifica, elevando de forma relevante o risco de crédito dessas companhias ao longo do tempo.

Exposição ao setor de tecnologia por BDC (%)<sup>13</sup>:



Essa deterioração potencial coincide com um perfil de vencimentos desafiador. Como mostra a Figura 14, os vencimentos se concentram entre 2026 e 2028, reflexo do forte volume de originação no período pós pandemia. O segmento de SaaS está no centro dessa dinâmica, representando cerca de 17,0% das maturidades totais nesse intervalo, ficando atrás apenas de Industrial Services. Além disso, aproximadamente 29,0% dessas dívidas possuem componentes de PIK, sendo que a maior parte desse volume se concentra em 2028, o que implica que parte relevante do serviço da dívida foi postergada, e não eliminada, concentrando a pressão de caixa em um único período.

Perfil de Amortização das BDCs (US\$ mm & %) <sup>14</sup>:



O resultado é uma sobreposição de riscos que, isoladamente, poderiam ser administráveis, mas que, em conjunto, passam a exigir maior atenção: uma janela de refinanciamento concentrada, um setor sujeito a mudanças estruturais relevantes e estruturas que postergaram, em vez de resolver, a discussão sobre geração de caixa. A exposição a esse conjunto de fatores varia significativamente entre os fundos e permanece, em grande medida, concentrada em casos específicos. Ainda assim, é

precisamente esse tipo de vulnerabilidade que exige análise no nível de cada veículo, mais do que uma leitura agregada da indústria.

## Análise Detalhada dos Fundos

A seção anterior analisou a indústria de *private credit* sob uma ótica *top down*, buscando separar as principais narrativas que hoje cercam a classe. Avançamos agora para uma leitura *bottom up*, com foco nos dois episódios mais recentes e relevantes de *gating*, Ares Strategic Income Fund (ASIF) e Apollo Debt Solutions BDC (ADS), que no 1T26 atenderam apenas 43,0% e 45,0% dos pedidos de resgate, respectivamente. A escolha desses veículos não é arbitrária: ambos são representativos da nova fase do mercado, combinando escala, presença relevante de capital de varejo e estruturas com liquidez periódica. Além disso, foram os casos mais recentes em que restrições a resgates se materializaram, oferecendo um ponto de observação direto sobre o comportamento dessas estruturas sob estresse. O objetivo não é antecipar desfechos, mas avaliar se os dados subjacentes sustentam o grau de preocupação que o mercado passou a associar a esses veículos.

## Avaliação

A Tabela 3 resume a análise comparativa em quatro dimensões principais: valuation, qualidade da renda, qualidade de crédito e alavancagem e liquidez. Os dados foram extraídos dos relatórios anuais de 2025 de cada fundo e comparados ao universo de BDCs listados, com base em informações da Bloomberg, nossa principal referência para benchmarking setorial.

	ASIF	ADS	Média da Indústria
<b>VALUATION</b>			
Ativos Totais (US\$ Bn)	22,1	25,0	-
NAV / ação (\$)	27,5	24,4	17,4
Rendimento sobre o <i>NII</i> ( <i>yield</i> )	8,4%	8,2%	11,3%
PIK como % do <i>NII</i>	9,6%	4,0%	20,3%
Rendimento sobre o <i>cash NII</i> ( <i>yield</i> )	7,6%	7,9%	9,1%
<b>QUALIDADE DE RESULTADO</b>			
<i>Dividend yield</i> regular (anual)	9,4%	8,3%	12,1%
Cobertura de dividendo regular ( <i>NII</i> )	90,0%	85,0%	108,0%
Cobertura de dividendo regular ( <i>Cash NII</i> )	86,0%	83,0%	81,0%
<b>QUALIDADE DE CRÉDITO</b>			
Non-accruals (% do valor justo)	0,0%	0,3%	1,3%
Exposição a software / tecnologia	22,0%	13,6%	19,3%
Dívida Sênior ( <i>First Lien</i> )	79,8%	99,7%	83,7%
Dívida Mezanino ( <i>Second Lien</i> )	2,0%	0,02%	2,5%
Dívida Subordinada / Outros	18,2%	0,28%	13,8%
<b>ALAVANCAGEM E LIQUIDEZ</b>			
Dívida / Patrimônio Líquido	1,06x	0,64x	1,03x
Índice de cobertura de ativos ( <i>asset coverage</i> )	19,1%	2,56%	19,7%

Os *non accruals*, a medida mais direta de deterioração de crédito, permanecem praticamente nulos no ASIF e em apenas 0,3% no ADS, ambos significativamente abaixo da média da indústria, de

1,3%. As carteiras de crédito de ambos os fundos apresentam, portanto, melhor qualidade do que a observada no universo de BDCs listados, o que contraria a narrativa de que se tratariam de veículos com portfólios estruturalmente deteriorados. Nesse contexto, os eventos de *gating* parecem estar mais associados a uma dinâmica de liquidez do que a uma deterioração efetiva de crédito.

A composição das carteiras reforça essa leitura. O ADS apresenta um perfil bastante conservador, concentrado em crédito sênior e com baixa alavancagem, enquanto o ASIF adota um posicionamento relativamente mais agressivo. Ainda assim, a diferença mais relevante entre os dois emerge na qualidade da renda. O ASIF apresenta maior incidência de PIK, próxima a 9,6% do NII, enquanto o ADS opera em patamar mais baixo, ao redor de 4,0%, ambos abaixo da média da indústria, próxima a 20,0%. Ainda assim, ambos os fundos apresentam cobertura de dividendos em base caixa inferior a 100,0%, cerca de 86,0% no ASIF e 83,0% no ADS, evidenciando uma dependência parcial de receitas não realizadas.

Essa característica, contudo, não é específica desses veículos. A própria indústria apresenta cobertura média de *cash* NII ao redor de 81,0%, com participação de PIK próxima a 20,0% do NII, indicando que a dependência de renda não caixa é um traço estrutural do setor, e não um desvio pontual desses fundos.

As diferenças entre os veículos emergem sobretudo na forma como absorvem o choque de liquidez. O ASIF apresenta menor folga relativa, combinando maior alavancagem, maior intensidade de renda não caixa e menor margem de manobra. O ADS, por outro lado, parte de uma posição mais conservadora, com baixa alavancagem e maior capacidade de absorção, mas ainda assim exposto a potenciais saídas de caixa relevantes associadas a compromissos não sacados, que somam aproximadamente US\$ 4,7 bilhões, cerca de um terço de seu NAV.

O quadro geral é o de dois fundos expostos ao mesmo fenômeno de liquidez, mas por fundamentos distintos. O fato de ambos terem atingido limites semelhantes de resgate, apesar de perfis de risco e estrutura diferentes, reforça a leitura de que o episódio não é, em essência, um evento de crédito, mas sim uma dinâmica de liquidez amplificada pela redução de confiança no *asset class*.

Vale notar, ainda, que os fundos mais pressionados pertencem às franquias mais reconhecidas do setor. BlackRock, Blackstone, Apollo, Ares e Blue Owl são nomes amplamente presentes nos canais de wealth management, e é justamente essa familiaridade que os torna tanto a primeira escolha na alocação quanto o primeiro destino dos resgates em momentos de incerteza. Esse padrão é consistente com o chamado *familiarity bias*.

Nesse contexto, observa-se que veículos com fragilidade fundamental mais elevada sofreram pressão de resgates

significativamente menor. A concentração dos saques nos nomes mais visíveis parece, portanto, em parte comportamental, e os dados não sugerem que ela seja integralmente justificada pelos fundamentos. De forma geral, a evidência empírica não sugere, até o momento, um aumento relevante no risco de default nem sinais de deterioração material na qualidade das carteiras analisadas.

## Nossa Visão

Ao longo deste trabalho, os dados convergem para uma leitura consistente: os riscos hoje associados ao *private credit*, em especial ao universo de BDCs, parecem menos estruturais do que sugere a narrativa mais pessimista do mercado. Nossa conclusão se apoia em quatro pilares principais: (i) alavancagem controlada, (ii) tamanho da indústria relativo às crises passadas, (iii) base de investidores predominantemente institucional e (iv) qualidade de crédito, até o momento, ainda preservada.

O primeiro ponto diz respeito à alavancagem, elemento central em praticamente todos os episódios de estresse financeiro na história recente. A estrutura regulatória das BDCs impõe limites formais de endividamento, historicamente em 1,0x *Debt/Equity* e ampliados para até 2,0x a partir de 2018. Mais relevante do que o limite, no entanto, é o comportamento observado. Mesmo antes da flexibilização, a alavancagem média da indústria orbitava entre 0,7x e 0,8x, tendo atingido um pico em 2022 e, desde então, recuado para patamares próximos a 1,0x, nível que consideramos compatível com uma estrutura saudável. Além disso, apesar do crescimento acelerado da classe, com CAGR de aproximadamente 16,0% desde 2018, o *private credit* ainda representa cerca de 3,0% do crédito total na economia americana, o que limita seu potencial de contágio sistêmico.

O segundo ponto é que o *private credit* hoje tem escala relevante, mas não chega à dimensão sistêmica do complexo subprime/MBS/CDO de 2007-08, que era efetivamente uma pirâmide de alavancagem sobre o maior mercado de ativos do mundo (imóveis residenciais). Enquanto o *direct lending* totaliza US\$1,9 trilhões, as hipotecas, MBS, CDOs e derivados sintéticos totalizaram cerca de US\$25 trilhões em 2008. Em 2008, o problema não se limitava às hipotecas em si, o risco foi amplificado pela securitização. O total de *mortgage-backed securities* (MBS) emitidos quase triplicou entre 1996 e 2007, chegando a US\$ 7,3 trilhões.

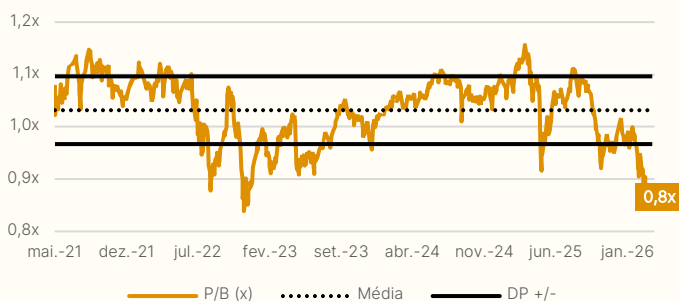
O terceiro pilar está relacionado à estrutura de *funding*. Diferentemente de episódios clássicos de crises bancárias, em que o descasamento entre ativos ilíquidos e passivos de curto prazo pode desencadear corridas por liquidez e vendas forçadas

de ativos, a base de investidores das BDCs permanece majoritariamente institucional. A participação do varejo, ainda que crescente, gira entre 10,0% e 20,0% dos *holders*, o que reduz o risco de uma dinâmica desordenada de resgates. Mais importante, trata-se de uma base que, em geral, compreende melhor a natureza da classe e sua dinâmica de liquidez, aceitando esse descasamento em troca de um prêmio que, historicamente, tem se traduzido em retornos consistentes ao longo do tempo (Tabela 4).

Retorno ao ano	CDLI	HY Index	Leveraged Loan Index	Aggr. Bond Index
5 anos	10,3%	4,6%	6,4%	-0,3%
10 anos	9,4%	6,6%	5,8%	2,1%
21 anos	9,5%	6,6%	5,1%	3,2%

Mesmo no caso das BDCs listadas, onde não há mecanismos de restrição de resgates, o ajuste de percepção já parece, em grande medida, refletido nos preços. O S&P BDC Index, que historicamente negociava próximo ao valor patrimonial, hoje apresenta desconto relevante, perto de 20,0% do valor patrimonial, refletindo um ambiente mais cauteloso e a antecipação de um aumento de *default rate*.

Índice S&P BDC – *Price to book ratio*(x)<sup>15</sup>:



Por fim, o principal termômetro de crédito da indústria, os *non accruals*, permanece em níveis ainda controlados. Apesar de ligeiramente acima da média histórica, na casa de 1,3% do *fair value*, não observamos, até o momento, uma inflexão que sugira deterioração mais ampla. Há, evidentemente, vetores de risco relevantes, como maior exposição a setores mais sensíveis, especialmente tecnologia e SaaS, aumento da participação de PIK no NII e possíveis compressões do *equity cushion* em cenários de reprecificação. Ainda assim, esses riscos nos parecem, por ora, predominantemente idiossincráticos, mais associados à seleção de ativos e à disciplina de *underwriting* do que a um problema sistêmico da classe.

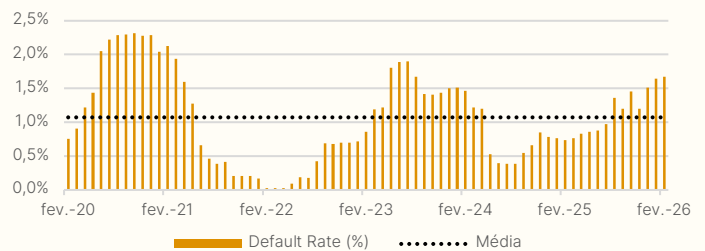
Por outro lado, entendemos que o maior risco atual se concentra no aumento de *default rate* causado por uma deterioração da qualidade do crédito e incapacidade de rolagem de dívida na

medida que os fundos alavancados são forçados a receber amortizações para pagar resgates. Essa espiral negativa pode gerar uma recessão moderada na medida que não se tenha um provedor marginal de capital para o *middle market* e as empresas são forçadas a entrar em reestruturações, causando um aumento do desemprego.

Um cenário de estresse generalizado no *private credit* exigiria uma deterioração mais significativa da performance dos fundos, o que dependeria, em última instância, de uma inflexão relevante dos *non accruals*, refletindo uma elevação mais expressiva nos *default rates*. A ausência de dados agregados históricos de *default rate* nesse mercado suscita dúvidas sobre a que níveis as taxas podem chegar em um cenário de estresse.

No mercado de *leveraged loans* na América do Norte, que apresenta dinâmica mais próxima à observada no mercado de *private credit*, o *default rate* médio navega próximo a 1,0% a.a. Como os BDCs são estruturas alavancadas, caso o *default rate* médio chegue a 3,0% a.a., as perdas podem dobrar em função da alavancagem média de 1,0x (Dívida/Patrimônio Líquido).

América do Norte - *Leveraged Loans* – *Default Rate* (%)<sup>16</sup>:



Nesse contexto, apenas um cenário em que o aumento de *defaults* leve à compressão relevante dos NAVs, forçando vendas de ativos abaixo do *fair value* e retroalimentando resgates, configuraria um risco efetivamente sistêmico para a classe. A reação dos investidores institucionais, em especial das seguradoras, será determinante para a intensificação de uma potencial crise ou o controle dela. Caso as seguradoras tenham uma visão de *buy opportunity*, elas seriam capazes de estabilizar o mercado. No inverso, elas tornariam uma saída completamente caótica, sem comprador marginal e com grandes descontos.

Diante desse conjunto de evidências, seguimos vendo o *private credit* como uma classe capaz de oferecer prêmio de liquidez relevante para investidores com horizonte adequado e entendimento compatível com sua estrutura. O ambiente atual, no entanto, exige maior seletividade, tanto na escolha dos veículos quanto na análise de portfólio, estrutura de *funding* e perfil de vencimentos. A opacidade dos fundos limita muito a análise dos portfólios e qualidade dos ativos. Os riscos existem e estão mapeados, mas os dados não apontam, neste momento, para um cenário de ruptura sistêmica.

## Referências

Figura 1: Bloomberg L.P. Bloomberg Terminal. Dados acessados em março de 2026.

Figura 2: Board of Governors of the Federal Reserve System. “Empréstimos Bancários para Private Credit: Tamanho, Características e Implicações para a Estabilidade Financeira.” FEDS Notes, maio de 2025.

Figura 3: Apollo Global Management. Gráfico extraído de materiais para investidores, 2026.

Figura 4: Institute of International Finance. Monitor Global da Dívida, 3º trimestre de 2025. IIF, 2025.

Figura 5: Avalos, F., Doerr, S. e Pinter, G. “Os Fatores Globais do Crescimento do Private Credit.” BIS Quarterly Review, março de 2025.

Figura 6: Bloomberg Intelligence. Pesquisa de Private Credit — Outono de 2025: Private Credit ganha tração, mas com atenção aos riscos. Bloomberg L.P., setembro de 2025.

Figura 7: Bloomberg L.P. Relatório Anual de Private Credit da Bloomberg, fim de 2025. Bloomberg Private Funds Data Team, 1º trimestre de 2026.

Figura 8: Bloomberg L.P. Bloomberg Terminal. Dados acessados em março de 2026.

Figura 9: Bloomberg L.P. Bloomberg Terminal. Dados acessados em março de 2026.

Figura 10: Bloomberg L.P. Bloomberg Terminal; Board of Governors of the Federal Reserve System. Taxa Efetiva dos Federal Funds (FEDFUNDS). FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. Dados acessados em março de 2026.

Figura 11: Bloomberg L.P. Bloomberg Terminal. Dados acessados em março de 2026.

Figura 12: Bloomberg L.P. Bloomberg Terminal. Dados acessados em março de 2026.

Figura 13: Bloomberg L.P. Bloomberg Terminal. Dados acessados em março de 2026.

Figura 14: Bloomberg L.P. Bloomberg Terminal. Dados acessados em março de 2026.

Figura 15: Bloomberg L.P. Bloomberg Terminal. Dados acessados em março de 2026.

Tabela 1: Private Debt Investor. PDI 200: Ranking das Maiores Gestoras de Private Credit. Private Debt Investor, 2025.

Tabela 2: Bloomberg L.P. Bloomberg Terminal. Dados acessados em março de 2026.

Tabela 3: Bloomberg L.P. Bloomberg Terminal; SEC EDGAR. Apollo Debt Solutions BDC — Relatório Anual no Formulário 10-K, exercício encerrado em 31 de dezembro de 2025; SEC EDGAR. Ares Strategic Income Fund — Relatório Anual no Formulário 10-K, exercício encerrado em 31 de dezembro de 2025. Protocolados em março de 2026.

Tabela 4: Bloomberg L.P. Bloomberg Terminal. Dados acessados em março de 2026.

## *Disclaimer*

A Riza Asset Management Ltda. preparou este material, utilizando como fonte a Bloomberg, IMF, FED. Trata-se de conteúdo jornalístico e não deve ser considerado relatório de análise para os fins da Resolução CVM nº 20/2021, material publicitário ou material de divulgação. Este material tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e análises políticas, e não constitui nem deve ser interpretado como oferta ou solicitação de oferta de compra/venda de qualquer ativo financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios, em qualquer jurisdição.

As informações contidas neste material foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A Riza Asset Management Ltda. não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este material também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. A Riza Asset Management Ltda. não tem obrigação de atualizar, modificar ou alterar este material e de informar o leitor.

Por fim, este material é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da Riza Asset Management Ltda. e fica proibida a sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa sem o prévio consentimento expresso da Riza Asset Management Ltda. A Riza Asset Management Ltda. não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo..