

Março de 2026

COMENTÁRIOS DO GESTOR

Private Credit e BDCs:
Ajuste cíclico ou Teste estrutural?



PREZADOS INVESTIDORES E PARCEIROS,

Apresentamos neste material uma análise elaborada pelo time de gestão da ARZ sobre o momento atual do mercado de *Private Credit*, com foco especial no segmento de *Business Development Companies (BDCs)* listadas.

Diante da crescente atenção que essa classe de ativos vem recebendo nas principais mídias financeiras globais, entendemos que este é um momento oportuno para compartilhar com nossos investidores um conteúdo de caráter educacional, que aprofunda os acontecimentos mais recentes e oferece a nossa visão sobre o cenário atual.

Nosso objetivo é esclarecer, com base em fatos e dados, o que efetivamente está por trás do noticiário recente, ajudando o investidor a separar ruído de sinal e a avaliar com maior profundidade se os movimentos observados refletem apenas um ajuste cíclico natural ou se apontam para uma mudança estrutural mais relevante.

Ao longo desta carta, buscamos apresentar uma visão clara e fundamentada sobre a evolução do mercado de *Private Credit*, a mecânica econômica das *BDCs*, os principais vetores de risco da classe e os eventos recentes que vêm influenciando a percepção dos investidores. Mais do que interpretar o cenário atual, também iremos apresentar os motivos pelos quais continuamos acreditando na capacidade dessa classe de ativos de gerar retornos consistentes ao longo do tempo — ainda que, em nossa visão, isso exija uma abordagem disciplinada e sempre seletiva.

Seguimos atentos às transformações do mercado e comprometidos em identificar oportunidades que combinem assimetria favorável, qualidade estrutural e alinhamento com o interesse de nossos investidores.

Atenciosamente,

Frederico Maluf

CEO – ARZ Capital

INTRODUÇÃO

O segmento de *Private Credit*, em específico as *Business Development Companies (BDCs)* listadas, atravessa um período de correção relevante. Nos últimos doze meses, praticamente todos os veículos listados das principais gestoras do setor acumulam quedas expressivas em bolsa — algumas superiores a 30%. O movimento foi catalisado por uma mistura de mídia negativa para a classe de ativos e uma maior percepção de risco associado à exposição setorial de alguns fundos.

Em momentos como este, o mercado tende a operar por extrapolação: um evento localizado passa a contaminar a percepção sobre toda a classe de ativos.

A questão central não é se há risco — risco sempre existiu. A pergunta correta é outra:

O mercado está precificando deterioração estrutural da classe ou apenas vendendo ativos de forma indiscriminada, sem distinção entre ruídos e fundamentos?

Para responder, é necessário revisitar fundamentos: estrutura, dinâmica de crescimento, métricas de risco e, principalmente, a natureza do alfa da classe.

1. DEFINIÇÕES DE PRIVATE CREDIT

Private Credit é um conceito amplo que abrange toda dívida privada fora do sistema bancário tradicional. Dentro desse universo, o *Direct Lending* se tornou o principal subsegmento, caracterizado por empréstimos concedidos diretamente por fundos/gestores a empresas de pequena e média capitalização — tipicamente patrocinadas por fundos de *Private Equity*.

Comparativo entre *Private Credit* e Empréstimos Sindicalizados



A *BDC*, criada em 1980 pelo Congresso americano, é uma estrutura jurídica que viabiliza o acesso público a esse tipo de empréstimo privado. Seu desenho regulatório permite isenção de imposto no nível do veículo, atrelado ao fato de que ao menos 90% da renda tributável é distribuída aos acionistas.

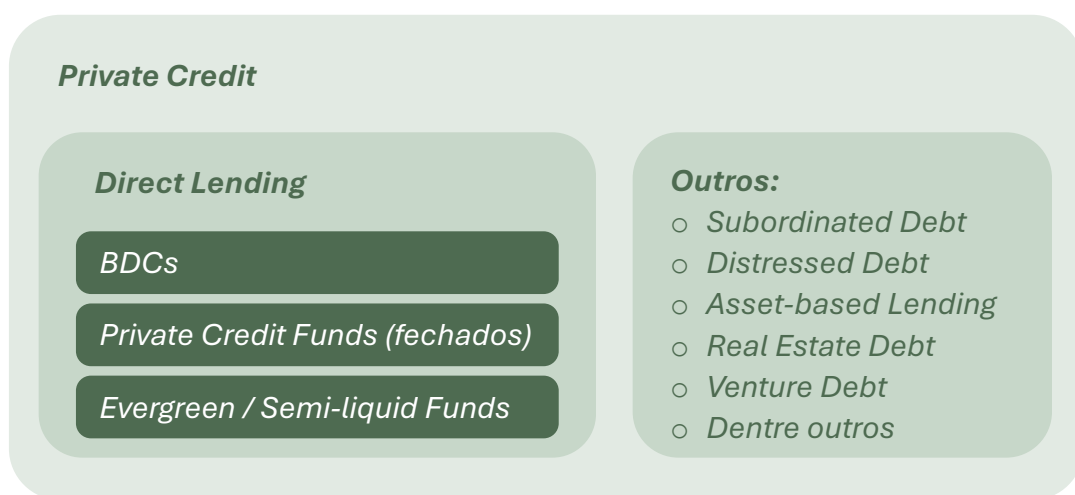
Do ponto de vista econômico, uma *BDC* é um portfólio alavancado de empréstimos privados pós-fixados, que combina em sua estrutura três elementos fundamentais:

- a. Crédito privado ilíquido
- b. Alavancagem estrutural
- c. Distribuição obrigatória de juros

Essa combinação explica tanto o interesse dos investidores quanto a sensibilidade da classe.

As *BDCs* podem tanto ser do tipo listadas em bolsa, que se comportam como se fossem um fundo imobiliário de papel aqui no Brasil, quanto na forma de fundo não listado. **Hoje as principais notícias do mercado se concentram nas *BDCs* listadas.**

Private Credit e suas estruturas



2. O DESLOCAMENTO ESTRUTURAL PÓS-2008

O crescimento do *Private Credit* não foi um fenômeno cíclico, tampouco um movimento oportunista isolado. Ele decorre de uma transformação estrutural no sistema financeiro global iniciada após a crise de 2008.

A crise evidenciou fragilidades profundas no modelo bancário tradicional: alavancagem excessiva, dependência de *funding* de curto prazo e subprecificação de risco de crédito. A resposta regulatória foi ampla e deliberadamente restritiva.

2.1. DODD-FRANK ACT – O REDESENHO DO RISCO BANCÁRIO NOS EUA

Promulgado em 2010, o Dodd-Frank Act representou a mais abrangente reforma financeira americana desde a Grande Depressão. Dentre suas principais medidas, (i) ampliou a supervisão sobre bancos sistêmicos, (ii) implementou *stress tests* recorrentes, (iii) aumentou a exigência de capital para ativos ponderados por risco, (iv) restringiu alavancagem e tomada de risco proprietária e (v) reforçou os requisitos de transparência e compliance.

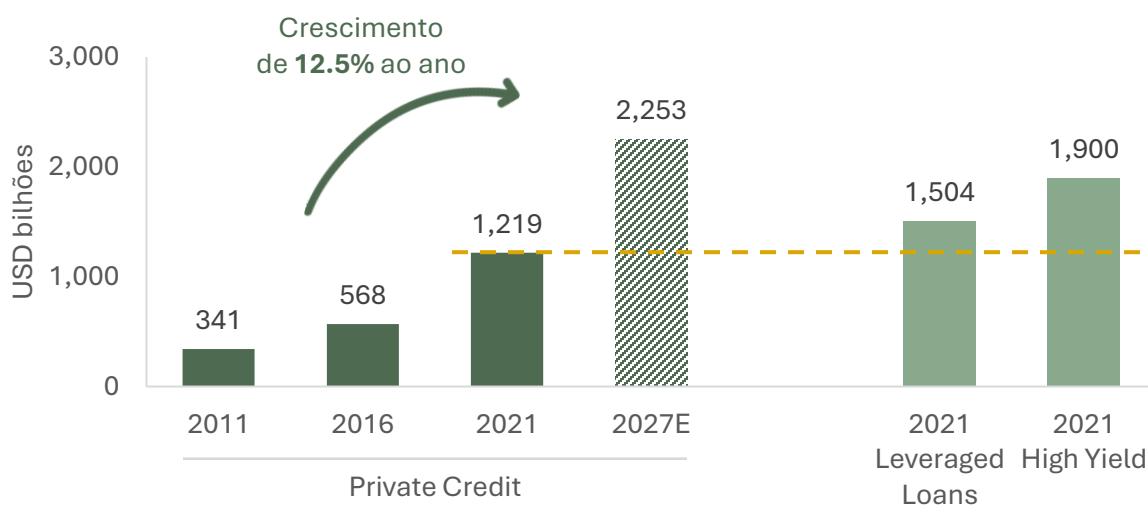
Na prática, o custo regulatório de manter empréstimos alavancados no balanço bancário aumentou substancialmente nos Estados Unidos.

2.2. BASEL III – CAPITAL, LIQUIDEZ E RESTRIÇÃO ESTRUTURAL

Em paralelo, o Comitê de Basileia implementou o Basel III, elevando padrões globais de capital e liquidez. Entre as mudanças mais relevantes, (i) aumentou o *Capital Tier 1*, (ii) aumentou a exigência de *Common Equity Tier 1 (CET1)* e (iii) introduziu o *capital conservation buffer* e o *buffer* contracíclico. A partir desse momento, alocar ativos de crédito privado no balanço passou a demandar maior capital próprio para os bancos.

Esses dois eventos contribuíram para a redução do apetite dos bancos para originar e encarteirar empréstimos privados. Nesse cenário, os fundos de *Private Credit* iniciaram seu processo de crescimento para preencher essa lacuna de capital.

Evolução da indústria de *Private Credit*⁽¹⁾



3. A MECÂNICA ECONÔMICA DAS BDCs

3.1. O ATIVO INVESTIDO

As carteiras das *BDCs* são predominantemente compostas por empréstimos seniores garantidos (*first lien senior secured loans*), normalmente concedidos a

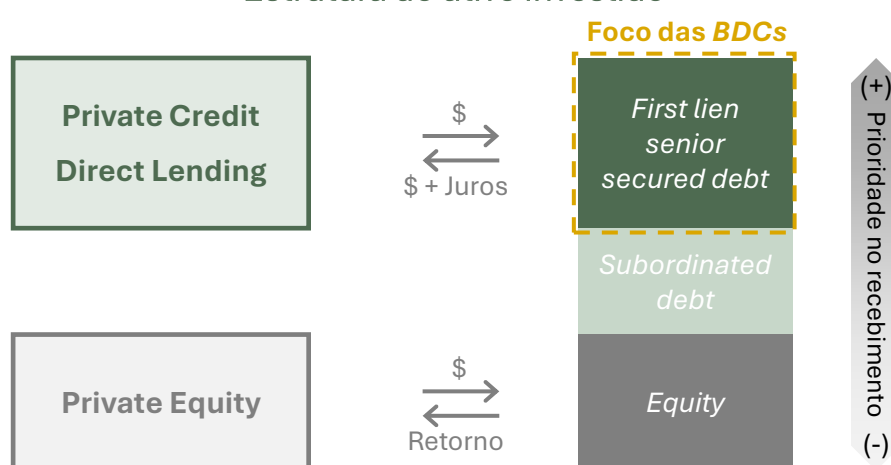
empresas patrocinadas por fundos de *Private Equity* (“*sponsor*”) e com EBITDA entre USD 10 e USD 300 milhões. Esses empréstimos ocupam a posição mais alta na estrutura de capital do tomador, o que significa que, em um cenário de estresse ou liquidação, são os primeiros a serem pagos.

A presença de um *sponsor* financeiro é um componente relevante do risco. O capital de *equity* do fundo de *Private Equity* funciona como uma camada subordinada de absorção de perdas e, em muitos casos, há incentivo econômico para que o *sponsor* aporte recursos adicionais caso a empresa enfrente dificuldades temporárias. Isso não elimina o risco de crédito, mas altera sua dinâmica.

A remuneração desses empréstimos é, em geral, pós-fixada. O retorno é composto por uma taxa base — usualmente a *SOFR* — acrescida de um *spread* de crédito. Como a maior parte dos ativos é *floating rate*, o aumento da taxa base é rapidamente incorporado à receita das *BDCs*, expandindo o *Net Investment Income* (NII) e impulsionando dividendos. É importante notar que muitos contratos incluem pisos (*floors*) para a taxa base, o que protege parcialmente o rendimento em cenários de queda de juros.

Além do *spread* contratual, o retorno do ativo pode incluir taxas de originação, *structuring fees* e, eventualmente, penalidades por pré-pagamento.

Estrutura do ativo investido



3.2. A ALAVANCAGEM DO ATIVO

Se o ativo define o retorno bruto, sua alavancagem determina como esse retorno será amplificado — ou comprimido — para o acionista. *BDCs* operam tipicamente com *Debt-to-Equity ratio* de 1:1, ou seja, para cada dólar de capital próprio, há aproximadamente um dólar de dívida. Essa estrutura permite que o veículo dobre sua capacidade de originação em relação ao valor investido. Em um cenário simplificado, se uma *BDC* capta USD 10 milhões em patrimônio e adiciona USD 10 milhões em dívida, poderá originar cerca de USD 20 milhões em empréstimos.

Essa alavancagem transforma o *spread* líquido — a diferença entre o *yield* dos ativos e o custo do *funding* — em retorno para o investidor. Contudo, vale a atenção de que a alavancagem não é apenas um multiplicador de retorno; é também um amplificador de erro.

Funcionamento da alavancagem

Sem alavancagem			Com alavancagem e retorno superior à alavancagem			Com alavancagem e retorno inferior à alavancagem		
	Valor (USD)	Retorno (% a.a.)		Valor (USD)	Retorno (% a.a.)		Valor (USD)	Retorno (% a.a.)
Investimento	100	10%	Investimento	100	10%	Investimento	100	2%
TOTAL	100	10%	Alavancagem	(100)	(5%)	Alavancagem	(100)	(5%)
			Inv. Alavancado	100	10%	Inv. Alavancado	100	2%
			TOTAL	100	15%	TOTAL	100	-1%

4. ONDE O RISCO REALMENTE RESIDE?

A análise de uma BDC não pode se limitar ao *dividend yield*. É necessário decompor risco em dimensões estruturais.

4.1. LTV E QUALIDADE DO COLATERAL

Loan to Value (LTV) – é a razão entre o valor do empréstimo concedido e o valor do ativo dado em garantia. Quanto menor o LTV, maior é o “colchão” de proteção do credor em um evento de liquidação, pois há mais valor de garantia em relação ao montante emprestado.

O LTV, portanto, é a primeira linha de defesa. Empresas *asset-light*, especialmente no setor de *software*, oferecem menor proteção tangível em caso de *default*. Em estruturas onde o valor terminal depende de múltiplos elevados e crescimento contínuo, o risco de recuperação se torna mais incerto.

4.2. ALAVANCAGEM DA PRÓPRIA BDC

Quanto maior o *Debt-to-Equity ratio*:

- Menor margem de absorção de perdas
- Maior sensibilidade a marcação dos ativos

Em cenários adversos, queda no valor do ativo investido eleva automaticamente a alavancagem, podendo forçar desalavancagem via venda de ativos ou corte de dividendos. A desalavancagem forçada representa um risco para a classe.

4.3. NON-ACCRUALS

Essa é a métrica que separa ruído de deterioração. *Non-accruals* representam empréstimos cujo reconhecimento de juros foi suspenso. São o termômetro real de estresse. Níveis elevados ou tendência ascendente sustentada indicam deterioração estrutural.

4.4. DIVERSIFICAÇÃO E MATURIDADE DO PORTFÓLIO

BDCs maduras operam com centenas de posições. Apesar do nível de diversificação em número de posições, também é importante existir uma diversidade nos setores de exposição.

5. SEPARANDO RUÍDO DE SINAL

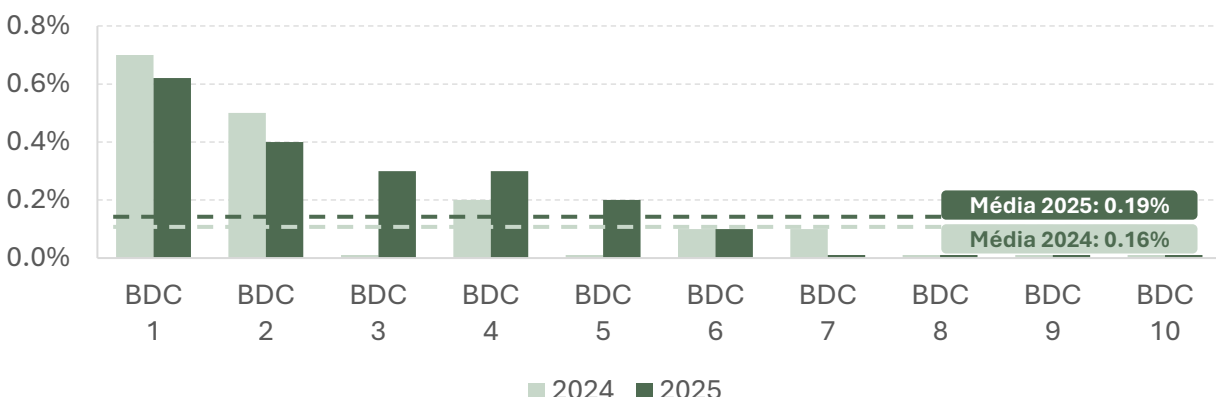
Além dos eventos específicos que ganharam destaque recente, alguns indicadores quantitativos ajudam a avaliar se o mercado de *Private Credit* está passando por deterioração estrutural ou apenas por um período de maior sensibilidade a risco. Quatro métricas são particularmente úteis para essa análise: (i) a evolução dos empréstimos em *non-accrual*, (ii) o comportamento dos *spreads* nas novas originações, (iii) o desconto das *BDCs* listadas em relação ao seu valor patrimonial e (iv) a exposição setorial da carteira das *BDCs*.

5.1. NON-ACCRUALS

Essa métrica é um dos principais termômetros de estresse em portfólios de *direct lending*, pois captura de forma direta a materialização de risco de crédito. Níveis elevados ou em tendência ascendente costumam indicar deterioração da qualidade da carteira e potencial aumento de perdas futuras.

No entanto, ao observar os dados agregados do setor ao longo dos últimos 12 meses, não se verifica um aumento expressivo dessa métrica na maior parte das *BDCs* listadas. Nas principais *BDCs* que acompanhamos, até o momento, não houve deterioração disseminada da capacidade de pagamento dos tomadores.

Comparativo de *non-accrual* ano contra ano⁽²⁾



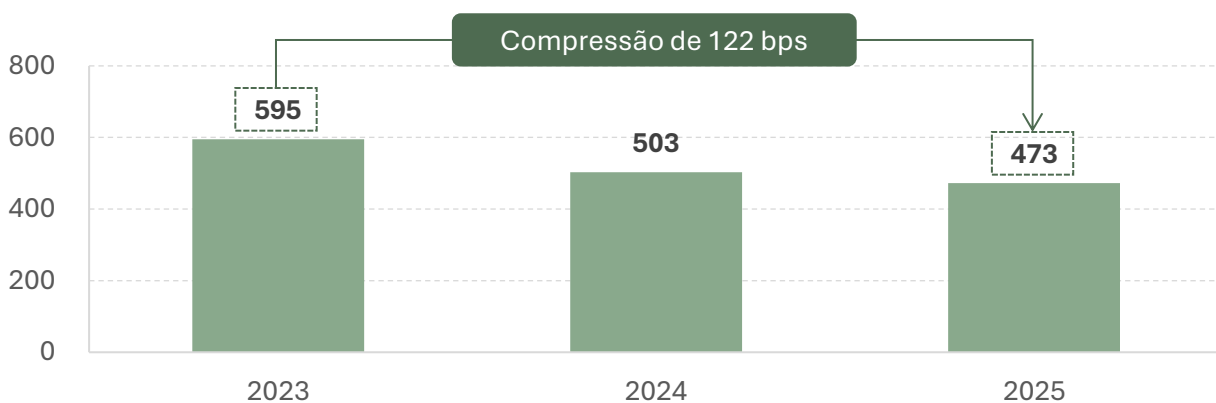
5.2. SPREAD MÉDIO NAS NOVAS ORIGINAÇÕES

Outro indicador relevante para avaliar o nível de estresse no mercado é o comportamento dos *spreads* de crédito nas novas originações. Em momentos de deterioração acentuada do crédito, é comum observar abertura significativa de *spreads*, refletindo aumento da percepção de risco e maior seletividade dos financiadores.

O que se observa recentemente, entretanto, é um cenário distinto. Ao comparar os *spreads* médios das novas operações originadas nos últimos 12 e 24 meses, não se identifica uma abertura significativa. Pelo contrário, a tendência no longo prazo foi de uma compressão dos *spreads*.

Esse movimento sugere que o mercado primário de *direct lending* permanece relativamente competitivo, com disponibilidade de capital e condições de financiamento ainda favoráveis. Em outras palavras, o comportamento dos *spreads* não indica, até o momento, um ambiente de estresse agudo no mercado de novas originações.

Evolução dos *spreads* de crédito na originação de novas carteiras⁽³⁾



5.3. DESCONTO DAS BDCs EM RELAÇÃO AO VALOR PATRIMONIAL

A precificação das BDCs listadas em bolsa oferece uma leitura adicional sobre o sentimento de mercado. Atualmente, muitas delas negociam a um P/B (preço/valor patrimonial) abaixo da média histórica, refletindo maior cautela dos investidores em relação à classe.

Historicamente, contudo, episódios de desconto do valor patrimonial não são incomuns nesse segmento. Em diferentes momentos do ciclo de crédito, BDCs listadas já apresentaram descontos significativos frente ao valor patrimonial, especialmente em períodos de maior aversão ao risco.

Ao longo do tempo, esses descontos tendem a se normalizar conforme o mercado reavalia os fundamentos das carteiras. Embora o nível atual de P/B reflita um aumento do prêmio de risco exigido pelos investidores, ele não constitui, por si só, evidência de deterioração estrutural da classe.

Evolução da razão Preço / Valor Patrimonial de uma BDC listada⁽⁴⁾



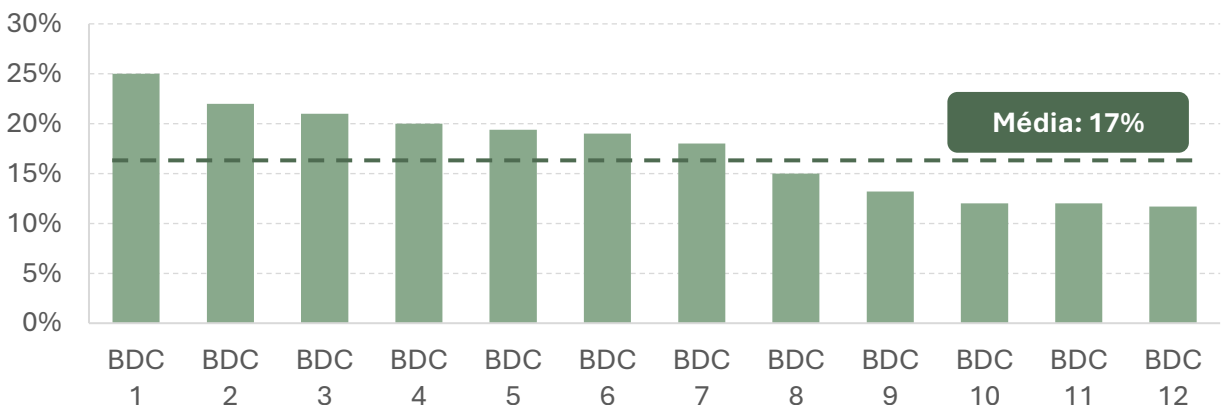
5.4. EXPOSIÇÃO A SOFTWARE

No momento atual, o principal foco de escrutínio concentra-se na exposição setorial a empresas de software. Trata-se de um segmento que, historicamente, foi percebido como resiliente por apresentar receita recorrente e margens elevadas. Contudo, sob a ótica de crédito, empresas de software possuem características que exigem maior cautela analítica.

São negócios tipicamente *asset-light*, com baixo nível de ativos tangíveis que possam servir como colateral em um cenário de liquidação. Além disso, parte relevante do *valuation* implícito dessas empresas depende de múltiplos de crescimento e expectativas de expansão contínua. Em ambientes de compressão de múltiplos ou desaceleração econômica, essa premissa pode ser desafiada. Soma-se a isso a crescente disrupção tecnológica associada ao avanço da inteligência artificial, que introduz incerteza adicional quanto à sustentabilidade de modelos de negócio específicos.

Algumas gestoras relevantes apresentam exposição ao setor próxima de 25% do portfólio, o que, embora não seja necessariamente excessivo em termos absolutos, aumenta a sensibilidade do veículo a choques setoriais. Em estruturas alavancadas, concentração temática amplia a volatilidade potencial do ativo.

Exposição a software por BDC⁽⁵⁾



6. CONCLUSÃO

Nesse contexto, torna-se essencial separar ruído de sinal. A volatilidade recente reflete, em grande medida, a sobreposição de duas dimensões distintas de risco — liquidez e crédito — que não devem ser confundidas. Problemas de liquidez estão relacionados à estrutura de *funding* e à capacidade de rolagem de passivos, enquanto deterioração de crédito envolve a perda efetiva da capacidade de pagamento por parte dos tomadores. Embora possam ocorrer simultaneamente, são fenômenos economicamente distintos e nem sempre evoluem na mesma direção.

Até o momento, não identificamos evidência de ruptura estrutural na classe como um todo. As métricas agregadas de *non-accruals* — principal indicador objetivo de estresse de crédito em portfólios de *direct lending* — permanecem, na maior parte dos veículos, em níveis historicamente controlados. Assim, parte relevante do movimento recente de preços parece refletir mais uma reprecificação do prêmio de risco e algum contágio reputacional do que uma deterioração fundamental disseminada das carteiras.

O que mudou foi o regime de mercado. O ambiente deixou de ser amplamente favorável e passou a exigir maior discriminação. **Em cenários assim, a dispersão entre gestores tende a aumentar, e a geração de retorno passa a depender menos do beta da classe e mais da qualidade da originação, da disciplina de alavancagem e da gestão ativa de risco.**

Private Credit não é renda fixa tradicional, tampouco um instrumento passivo. Trata-se de uma forma especializada de intermediação financeira, cuja performance depende diretamente da competência do gestor. **Nesse momento, o processo de diligência e seleção de gestores torna-se o principal diferencial na captura do alfa estrutural da classe.** A distinção entre percepção e fundamento, portanto, torna-se central — e a análise criteriosa passa a ser mais relevante do que os movimentos de preço no curto prazo.

FONTES E REFERÊNCIAS

- (1) *Preqin Special Report: The Future of Alternatives in 2027* para evolução da indústria de *Private Credit*; *J.P. Morgan Credit Strategy Weekly Research* de 31/dez/2021 para tamanho de mercado da indústria de *Leverage Loans* e de *High Yield*;
- (2) Análise ARZ Capital com base nos formulários 10-Q extraídos da *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)* das BDCs ASIF, BBSF, BCRED, BDEBT, CCAP, GBDC, HLEND e OSCF;
- (3) Análise ARZ Capital com base nos formulários 10-Q extraídos da *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)* das BDCs GBDC, OCIC e BCRED;
- (4) Análise ARZ Capital com base em dados da Bloomberg extraídos em 04/fev/2026 para a BDC TSLX;
- (5) Análise ARZ Capital com base nos formulários 10-Q extraídos da *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)* das BDCs ADS, ASIF, BBSF, BCRED, BDEBT, CCAP, GBDC, HLEND, OBDC e OSCF.



ARZ
CAPITAL

arzcapital.com.br