

# Polígono Capital

***Private Credit Global: Panorama, lições aprendidas e Comparações com o mercado doméstico***

Carta Trimestral – Março 2026



## Carta Trimestral – Março 2026

*Quid tibi vitandum praecipue existimes quaeris? Turbam.*

"Perguntas o que debes sobretudo evitar? A multidão."

Sêneca, *Cartas a Lucílio*, Epístola VII

### 1. Cenário Global e Doméstico

Em março, o cenário macroeconômico global sofreu uma inflexão clara, com a materialização de um choque geopolítico de primeira ordem e efeitos imediatos sobre inflação, crescimento e condições financeiras. A eclosão do conflito envolvendo Estados Unidos, Israel e Irã, acarretando a interrupção do fluxo de navios no Estreito de Ormuz, modificou o equilíbrio macroeconômico que vigorou nos meses precedentes e impôs uma reprecificação abrupta dos ativos globais. O petróleo registrou elevação expressiva, refletindo o risco de disrupção em uma das principais rotas de energia do mundo, e reintroduziu um vetor inflacionário que havia perdido relevância ao longo de 2025. O episódio não apenas elevou a volatilidade, mas alterou o referencial de risco utilizado pelos mercados, especialmente no que tange à condução da política monetária.

Nos Estados Unidos, a leitura macroeconômica tornou-se menos trivial. A economia segue operando em nível elevado de atividade, com mercado de trabalho ainda robusto, porém a visibilidade sobre a trajetória de inflação ficou nebulosa. O choque de energia deslocou a discussão para um quadro mais complexo: a inflação corrente tende a reagir rapidamente, enquanto os efeitos sobre crescimento são mais difusos e defasados. A reação da curva de juros refletiu essa assimetria. Ao longo do mês, observou-se abertura relevante nos vértices intermediários e longos, em um movimento que incorporou tanto o risco inflacionário quanto a possibilidade de postergação do ciclo de cortes. A leitura predominante passou a ser menos sobre a magnitude de cortes no curto prazo e mais sobre quando será possível retomar a flexibilização da política monetária.

Na Europa, o impacto potencial do choque energético é estruturalmente mais sensível. A maior dependência de importações de energia aumenta a probabilidade de transmissão para preços domésticos e pressões salariais, em um contexto em que o crescimento já se mostra limitado. O risco de compressão da renda real e deterioração da atividade voltou ao centro do debate. Na China, por outro lado, o choque tende a ser absorvido de forma mais eficiente, dada a maior versatilidade da matriz energética e a capacidade de

direcionamento estatal. Ainda assim, o crescimento permanece condicionado por fragilidades internas, especialmente no setor imobiliário, o que limita o potencial de uma aceleração mais robusta.

No Brasil, o impacto do novo ambiente externo foi imediato. A alta do petróleo reverteu parte do processo de melhora inflacionária observado no início do ano e introduziu um vetor de pressão relevante sobre os índices de preços de curto prazo. A inflação de bens, que vinha contribuindo de forma benigna, perde força como âncora, enquanto a inflação de serviços permanece elevada e pouco responsiva. O resultado é uma trajetória de convergência mais incerta e mais dependente da evolução do cenário externo.

A atividade econômica, por sua vez, não apresentou inflexão relevante no mês, mas já vinha operando com menor dinamismo desde o fim de 2025. O efeito defasado do aperto monetário continua se manifestando, especialmente nos componentes mais sensíveis ao crédito. O alto grau de endividamento das famílias também segue como detrator para o consumo. Ainda assim, o nível de atividade permanece suficiente para sustentar um mercado de trabalho relativamente firme, o que contribui para a persistência inflacionária em serviços.

A política monetária doméstica entrou em março com expectativa clara de início de flexibilização. O Banco Central efetivamente iniciou o ciclo, mas o ambiente mudou drasticamente no transcorrer de março. A combinação entre choque de energia e piora das expectativas inflacionárias levou a uma revisão significativa da trajetória implícita da Selic. A curva de juros doméstica passou a incorporar menor intensidade de cortes e maior cautela na condução do ciclo. De fato, precifica-se atualmente que a Selic encerrará o ano entre 13,50% e 14,00%, quase 200 bps acima das previsões precedentes à eclosão do conflito bélico no Golfo Pérsico. Os vértices intermediários e longos da curva DI registraram abertura relevante, refletindo um prêmio maior associado à incerteza inflacionária e ao ambiente global mais adverso. Observamos uma das raras instâncias nas quais a curva de juros ficou essencialmente *flat*, com taxas *spot* quase idênticas em todos os vértices.

As condições financeiras domésticas acompanharam esse movimento. A combinação entre abertura da curva de juros e aumento da aversão a risco resultou em deterioração da precificação dos ativos locais. Embora o real tenha apresentado desempenho relativamente resiliente em comparação a outras moedas emergentes, o conjunto de ativos domésticos passou a refletir um ambiente menos benigno, com maior dispersão de retornos e maior seletividade por parte dos investidores. O crescente risco de implementação de medidas populistas e economicamente distorcidas para contenção dos efeitos deletérios da alta do petróleo, a despeito do quadro fiscal combatido que exige austeridade, também foi um fator de apreensão que pesou sobre as condições financeiras e os ativos locais.

No sistema financeiro, os sinais de desaceleração do crédito tornaram-se mais explícitos. O crescimento do estoque segue perdendo tração, ao passo que os *spreads* permanecem elevados. O custo de financiamento continua pressionado, especialmente para empresas com maior alavancagem ou menor previsibilidade de fluxo de caixa. Esse ambiente tem levado instituições financeiras a adotar critérios mais rigorosos de concessão, ainda que, até o momento, não se observe deterioração abrupta dos indicadores agregados de inadimplência.

Foi, contudo, no mercado de crédito privado que a mudança de regime se tornou mais evidente. Março marcou uma abertura relevante de *spreads* no mercado secundário, superior a 30 bps em nossos controles, interrompendo de forma clara o movimento de compressão observado ao longo de 2025 e no início de 2026. A deterioração não foi homogênea, mas suficientemente disseminada para alterar a percepção de risco do mercado como um todo e acarretar a descontinuação de ofertas públicas que estavam em curso. O gatilho foi a confluência entre resultados corporativos mais fracos, ocorrência de eventos de deterioração do crédito e menor tolerância dos investidores a estruturas mais alavancadas em uma conjuntura que deve conviver com juros elevados por mais tempo.

A dinâmica de mercado passou a refletir maior diferenciação entre emissores. Algumas empresas alavancadas, mas, ainda, com probabilidades de *default* moderadas, como Assaí, Armac, Cosan e Unipar, atravessaram remarcações significativas, da ordem de 100 bps. Empresas com fundamentos mais frágeis, como CSN, Hapvida e Tupy, sofreram reprecificações mais intensas e abruptas. Em alguns casos mais extremos, a materialização de *defaults* reforçou a leitura de que o ciclo de crédito entrou em uma fase menos permissiva. Concomitantemente, empresas que estão falhando na comunicação com os investidores e transmitindo sinais mistos sobre sua situação financeira e qualidade de resultados, como Aegea, também foram contaminadas.

Em todos os casos, a reação dos investidores foi rápida: redução de exposição, maior exigência de prêmio, encurtamento de *duration* e migração para nomes com maior resiliência operacional e financeira. No decorrer das últimas semanas, observamos vendas maciças de papéis longos com deságios, mesmo que emitidos por companhias AAA, possivelmente por gestores que estão se antecipando e acumulando liquidez para endereçarem resgates futuros. O único segmento que ainda demonstra resiliência é o de letras financeiras seniores, pois até mesmo as letras subordinadas, tanto *Tier I* como *Tier II*, sofreram. Afinal, na euforia e escassez de ativos que preponderou durante 2025, esses instrumentos negociaram com prêmios ínfimos frente aos títulos seniores, sendo natural uma correção nesse novo ambiente.

O quadro descrito também prejudicou o mercado primário. A janela de emissões tornou-se mais seletiva, com maior dificuldade de execução e necessidade de ajustes de preço para viabilizar operações. Em certos casos, notamos cancelamento ou postergação de ofertas, até mesmo de letras financeiras de bancos de alta qualidade. As captações de Stellantis e Banco RCI são exemplos ilustrativos.

Uma vez que a curva de spreads de letras financeiras e debêntures de alta qualidade serve de base para precificação de todos os outros instrumentos do mercado de crédito, esse movimento requer atenção e prudência também na alocação em ativos *high yield* e no crédito estruturado. Não somente pelo risco de crédito, afinal, há deteriorações sendo registradas nesse segmento também, mas em decorrência de um ajuste natural nos preços. Nesse aspecto, a conjuntura privilegiará aqueles investidores que estão com posições curtas e liquidez saudável, que poderão reciclar seus portfólios mediante alocação em ativos com mais prêmio sem necessariamente haver riscos mais elevados nessas estruturas.

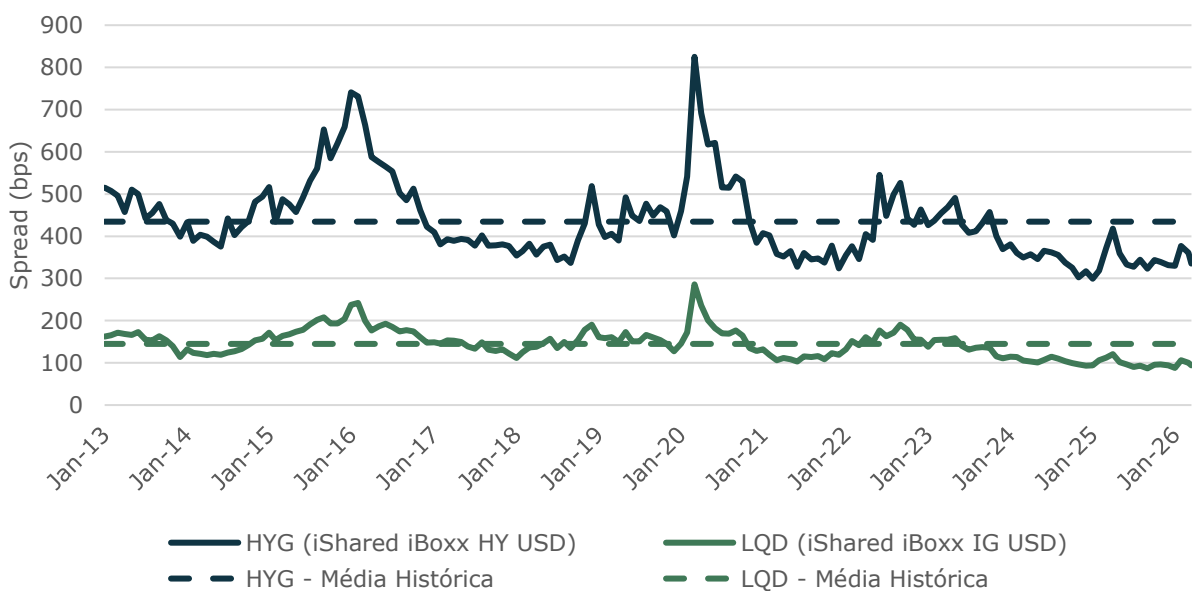
Em síntese, março representou uma mudança clara de regime. O choque geopolítico reintroduziu incertezas relevantes, elevou o risco inflacionário e forçou uma reavaliação das trajetórias de política monetária. No Brasil, o início do ciclo de flexibilização passou a conviver com um ambiente externo mais adverso e com menor margem para cortes adicionais. No mercado de crédito, a abertura de spreads e a ocorrência de eventos de crédito indicam transição para uma fase mais seletiva do ciclo. Nesse contexto, a geração de retorno tende a depender menos de compressão de prêmios e mais da capacidade de seleção, estruturação e monitoramento de risco. Em um ambiente menos complacente, disciplina deixa de ser diferencial e passa a ser requisito básico.

## 2. Private Credit e BDCs: Visão Geral da Indústria

Semelhante aos efeitos e repercussões desencadeados pelos *bonds high-yield* nas décadas de 80 e 90, a proeminência assumida pela classe de *private credit* nos anos recentes é um movimento transformador no que tange à gestão de portfólios e à possibilidade de alocação em ativos ilíquidos para construção de estratégias alternativas. O que antes ocupava espaço mais específico dentro do financiamento corporativo passou a exercer função bem mais ampla, tanto para devedores quanto para investidores. Nos Estados Unidos, em particular, a classe não se restringe mais a um complemento ao crédito bancário, atuando agora como canal recorrente de *funding* para empresas de *middle market*, de alavancagem de transações patrocinadas por *private equity* (*leveraged buyouts*) e de financiamento por meio de securitizações diversas.

A expansão não é oriunda de um único fator. De fato, reflete mudanças na regulação bancária, na estrutura de capital das empresas e no próprio arranjo da intermediação financeira após a crise de 2008. Também é oriunda da busca, por múltiplos e variados investidores, por ativos de renda de fixa com *spreads* superiores aos disponíveis nos mercados líquidos. Nesse aspecto, como ilustra a Figura 1, a compressão dos *spreads* nos instrumentos de crédito líquido, que operam atualmente abaixo das médias históricas, atuou como um catalisador da disseminação da classe em diversos portfólios, para diferentes perfis de alocadores.

Figura 1 – Evolução dos spreads de crédito implícitos nos preços de ETFs de renda fixa selecionados.

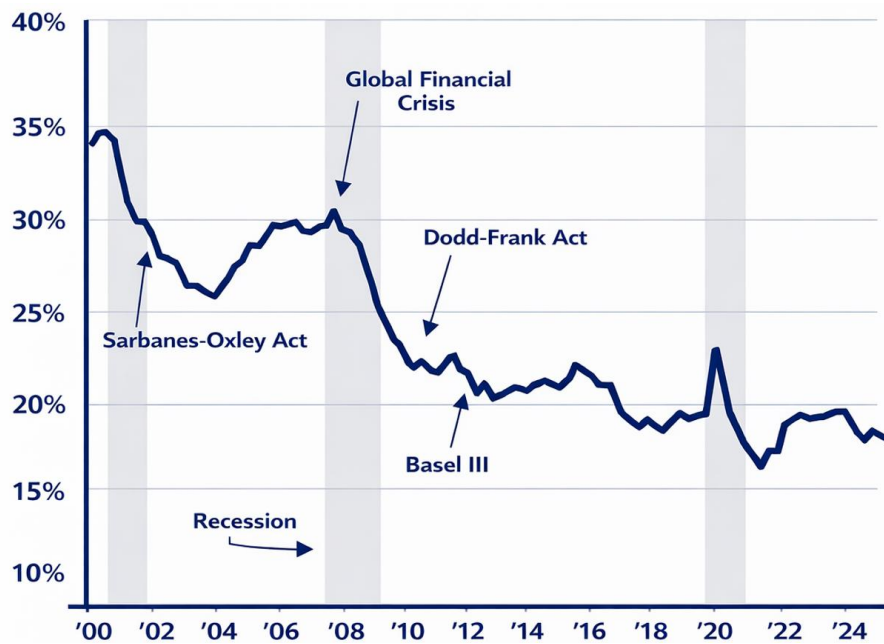


Fonte: Bloomberg; Polígono Capital.

No decorrer desse processo, a classe de *private credit* ganhou escala, ampliou sua base de capital e se tornou mais presente em portfólios institucionais e em plataformas de distribuição para investidores individuais de maior renda. A disponibilidade de veículos listados e não listados, bem como de versões adaptadas para *accredited investors* (análogos a “investidores qualificados”), facilitou a adesão ao produto. O momento atual, porém, sugere que a indústria entrou em uma nova fase. Após vários anos de crescimento acelerado, emergem questões relacionadas à qualidade de *underwriting*, à concentração setorial, ao uso de dispositivos que postergam indevidamente o reconhecimento de perdas e ao descompasso entre a liquidez prometida no passivo e a liquidez efetiva dos ativos. Para compreender essas questões, cabe regressar às origens do mercado, ao papel exercido pelos BDCs em sua expansão e aos principais números que sintetizam a escala alcançada pela indústria.

A origem econômica do *private credit* está na lacuna não atendida pelo sistema bancário tradicional. Sempre houve empresas cujas necessidades não se encaixavam no formato inflexível do crédito bancário convencional e nem nas exigências de governança corporativa e de tamanho do mercado de *bonds*. De modo geral, eram companhias de porte relativamente elevado para se enquadrarem nas linhas bancárias, mas pequenas ou demasiadamente informais para acessar o mercado de capitais. Essa demanda por linhas de crédito personalizadas ganhou novos contornos após a crise financeira global de 2008. A combinação de regulação mais austera sobre os bancos, maior custo de capital nos anos imediatos após a crise e menor apetite para retenção de risco nos balanços restringiram a oferta das linhas bancárias para esse público (vide Figura 2). Em paralelo, a expansão dos fundos de *private equity*, as taxas de juros mais baixas e a popularização de investimentos alternativos tornaram a conjuntura propícia para concepção de um modelo de crédito mais flexível.

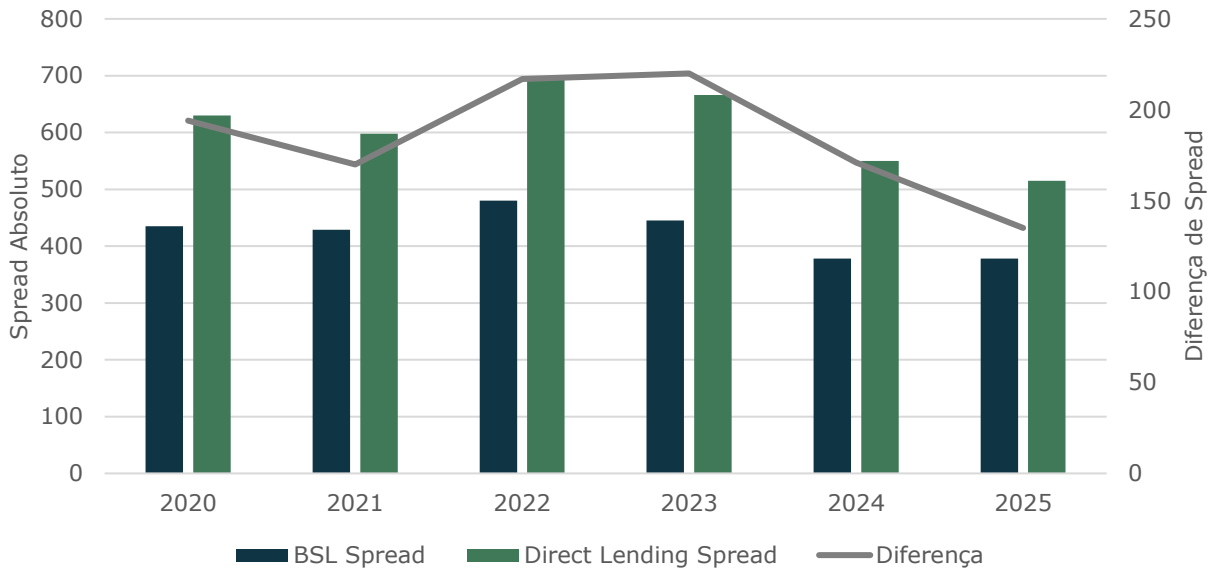
Figura 2 – Evolução dos empréstimos bancários na economia norte-americana como um percentual do total de empréstimos para empresas não-financeiras.



Fonte: JP Morgan; Polígono Capital.

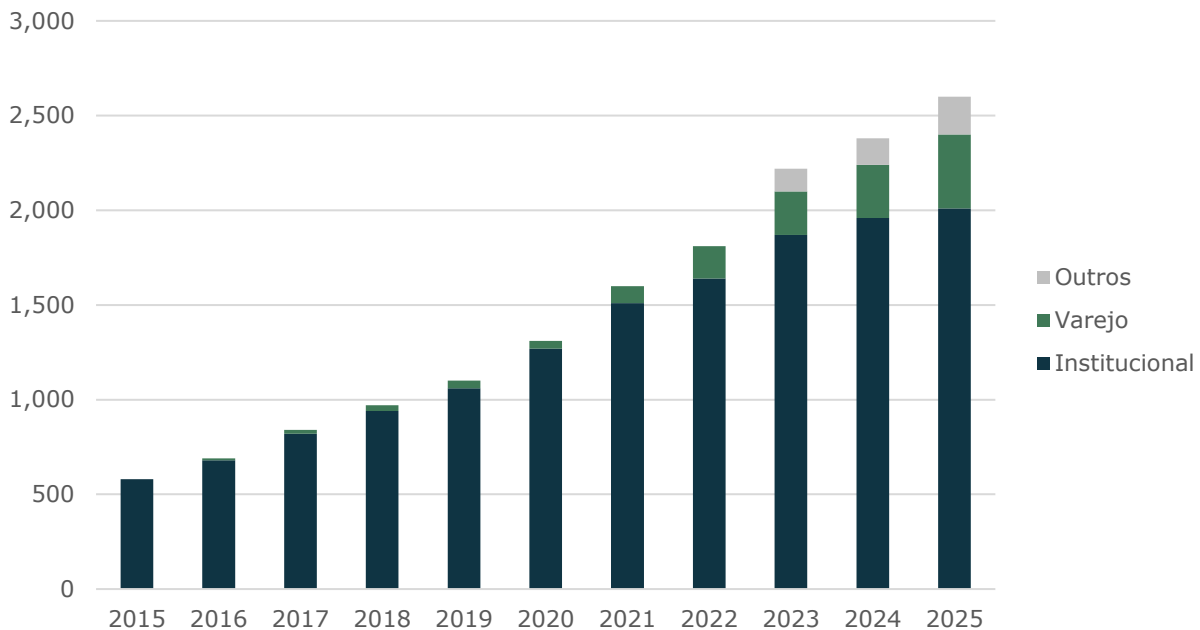
Foi nesse ambiente que o *direct lending* e outras modalidades de *private credit* se consolidaram. Para o tomador, a proposta é tentadora: execução mais rápida, maior previsibilidade, negociação bilateral ou em grupos pequenos de credores e maior capacidade de estruturar operações sob medida. Para os investidores, as transações de *private credit* passaram a oferecer uma alternativa mais vantajosa para obter retornos elevados, eliminando sindicatos intermediários e seus custos (vide Figura 3), estruturar operações customizadas e acessar emissores novos para diversificação de portfólio. A classe deixou de ser um nicho de *special sits* e operações oportunísticas e, progressivamente, transformou-se em um canal de *funding* para o *middle market*, abrangendo inclusive investidas de fundos de *private equity*.

Figura 3 – Diferença de spread médio entre operações BSL (*Broadly Syndicated Loans*) e *direct lending*.



Fonte: PitchBook; Polígono Capital.

As *business development companies* (BDCs) ocuparam posição importante nessa transformação. Esses veículos foram criados nos Estados Unidos para facilitar o investimento em pequenas e médias empresas e, por conta de suas propriedades e benefícios, se tornaram os principais meios de acesso e alocação em portfólios de operações de *private credit*. O fato de as BDCs poderem ser listadas e ajustadas para públicos mais amplos também explicam o êxito desse veículo. As não listadas, por sua vez, ampliaram o acesso por meio de estruturas semilíquidas, com janelas periódicas de resgate e forte presença em plataformas de *wealth*. Atualmente, estima-se que a indústria de *private credit* tenha superado a cifra de USD 2 trilhões sob gestão (vide Figura 4), dos quais USD 500 bilhões estão em BDCs. Desse montante, BDCs privados não listados representam 2/3 do total. Em diversos casos, a liquidez contratual fica limitada a 5% do patrimônio por trimestre, havendo ocasionalmente margens para recompras de até 7%.

Figura 4 – Evolução do patrimônio líquido dos fundos de *private credit*. Valores em USD bilhões.

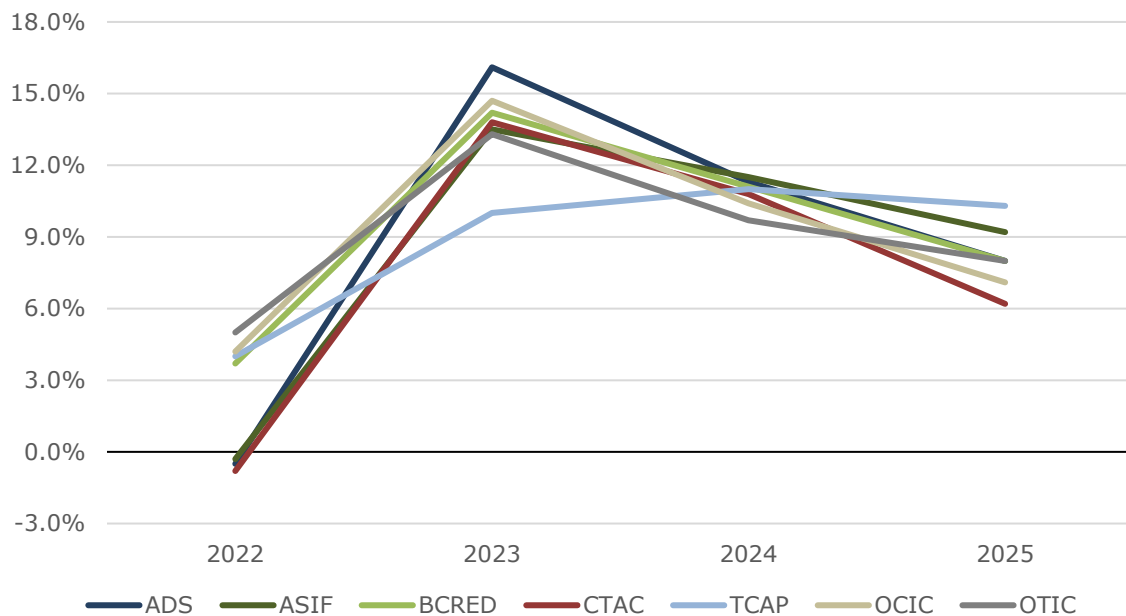
Fonte: PitchBook; Polígono Capital.

A expansão da classe ocorreu concomitantemente com a concentração de recursos em um conjunto seletivo de fundos e gestoras. De acordo com dados compilados pelo PitchBook e outras fontes públicas, em 2025, 93% do capital levantado foi para gestores em seu quarto fundo ou posterior. Além disso, 83% da captação ficou com fundos de pelo menos USD 1 bilhão, embora eles representassem apenas 32% do número total de veículos. Gestores de primeira viagem levantaram apenas USD 3,7 bilhões em 18 fundos. A conclusão é trivial e imediata: o mercado se expandiu, porém avançou em torno de plataformas maiores, com mais capilaridade de distribuição, mais capacidade de originação, maior acesso a alavancagem e relacionamento mais próximo com investidores relevantes.

A compreensão desse quadro é imprescindível porque a expansão do *private credit* não se restringiu somente ao mercado financeiro. Paralelamente, houve impacto concreto sobre a economia real. Dados citados em artigos da Bloomberg relatam a existência de mais de 4 mil operações ativas em 2025, financiando mais de 3.700 empresas nos Estados Unidos, com volume agregado de crédito superior a USD 625 bilhões. Essas companhias empregavam cerca de 3,8 milhões de indivíduos, e o efeito econômico estimado do setor incluía 2,5 milhões de empregos sustentados, USD 217 bilhões em salários e benefícios e contribuição de USD 370 bilhões ao PIB. Esses dados explicam por qual razão o debate sobre *private credit* deixou de interessar apenas a alocadores de capital e adquiriu relevância mais ampla para o funcionamento do mercado de crédito corporativo.

Os problemas atuais, portanto, não decorrem da falta de utilidade econômica da classe. Conforme abordada no último memorando escrito por Howard Marks, a falta de disciplina que prevaleceu nos últimos anos enquanto durou a exuberância do mercado de *private credit*, combinada com a escassez de ativos para atender tamanha liquidez nos BDCs, que estavam em franca captação, gerou desequilíbrios e alocações de capital equivocadas. A volatilidade macroeconômica que prevalece desde 2022 e a alta das taxas de juros somente desencobriram esses problemas. Nesse contexto, um estudo recente da Barclays demonstra queda nos retornos desses veículos em 2025, amplificando o desconforto dos investidores (vide Figura 5). Simultaneamente à queda dos retornos, eclodiram casos de *default* em múltiplos fundos, atingindo diversas gestoras. Exemplos são abordados e escrutinados mais adiante nessa carta.

Figura 5 – Retornos realizados anuais de BDCs selecionados.

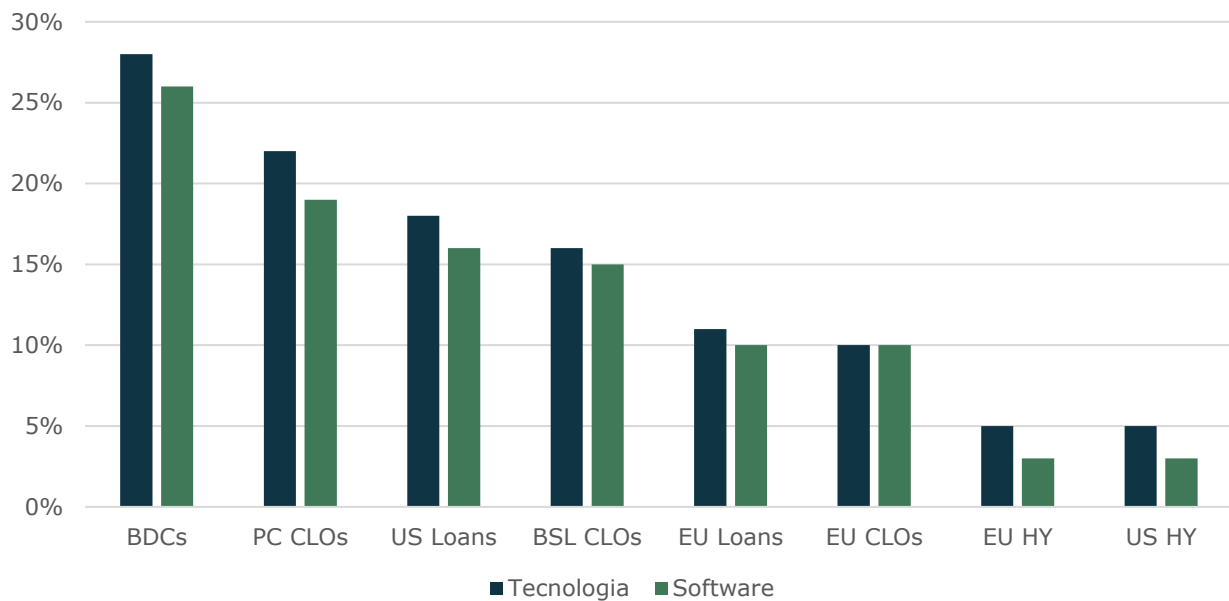


Fonte: Barclays; Polígono Capital.

A concentração em empresas desenvolvedoras de *softwares* também contribuiu para alterar o humor dos investidores com a classe (vide Figuras 6 e 7). Em carteiras de BDCs focadas em *private credit*, a exposição ao segmento supera 25%, contra cerca de 3% em índices de *bonds high-yield*. Essa alocação foi construída ao longo dos anos de liquidez abundante do pós-pandemia, em que o mercado foi leniente e tratou receita recorrente, modelo *asset-light* e previsibilidade de *churn* como atributos suficientes para justificar *spreads* mais comprimidos nas companhias do segmento. Entretanto, as mesmas características depreciaram o valor recuperável em operações de crédito. Em adição, elevaram o risco de crédito, pois o repagamento da operação depende do sucesso e da perenidade do modelo de negócio. Esses fatores de risco combinam com investimentos de

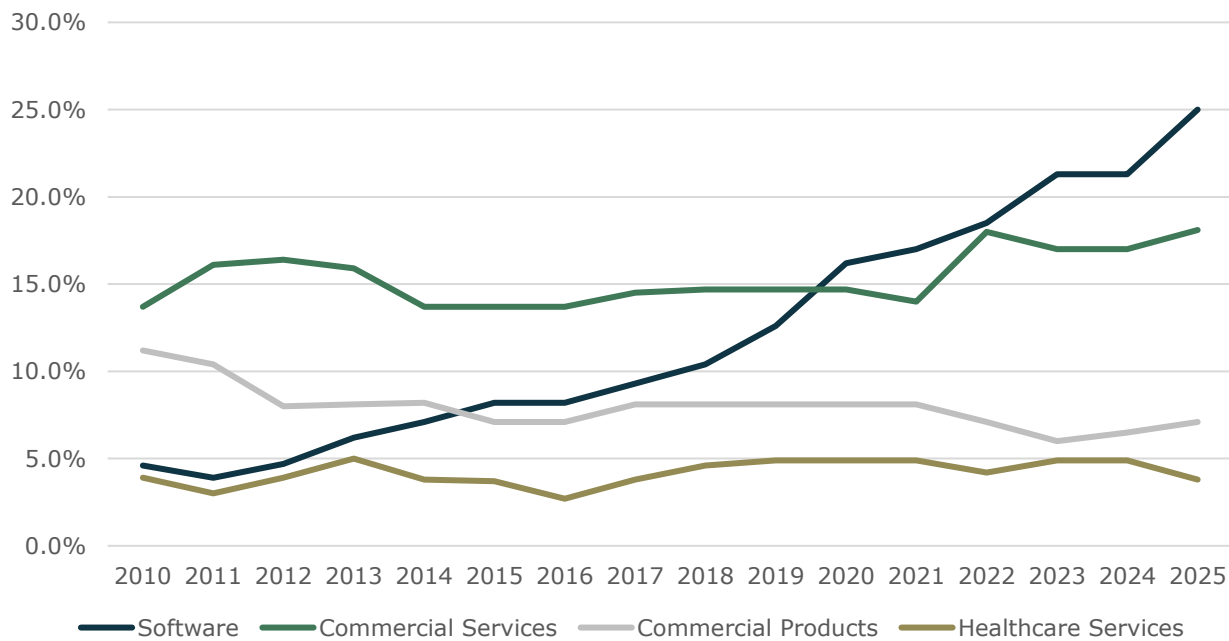
equity, não de crédito, cujo *upside* é limitado, ao contrário do primeiro, que possui assimetria compatível com esses fatores de risco.

Figura 6 – Exposição (*fair value*) a tecnologia e *software* em diferentes classes de ativos.



Fonte: Bloomberg; Polígono Capital. Dados de setembro de 2025.

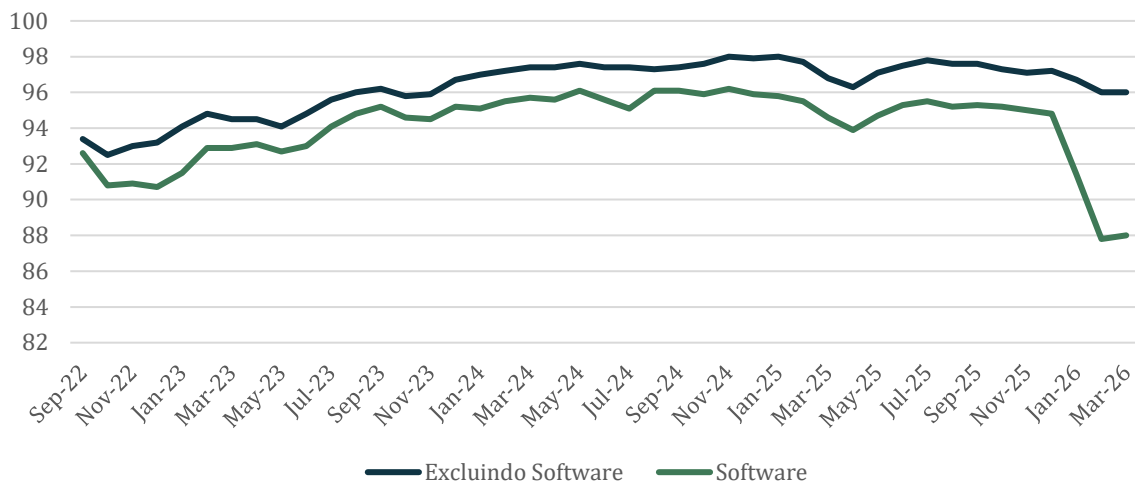
Figura 7 – Evolução da exposição (*fair value*) de BDCs a diferentes setores da economia.



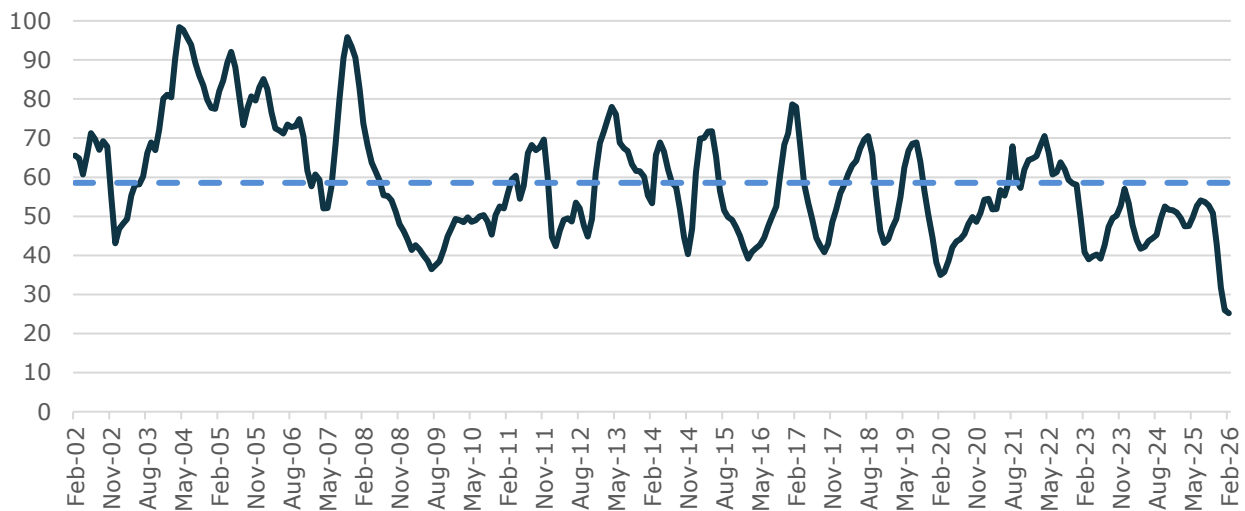
Fonte: Bloomberg; Polígono Capital. Dados de setembro de 2025.

O avanço da inteligência artificial acirrou o debate. O advento de modelos de IA cada vez mais avançados, que descentralizam o desenvolvimento de *softwares* e equipam empresas e indivíduos com ferramentas e habilidades para construir sistemas e soluções com mais autonomia, agilidade e baixos custos, passaram a ameaçar empresas incumbentes. Logo, o risco de execução e de sustentabilidade do modelo de negócio se materializou em diversas operações de crédito. Utilizando o mercado de *bonds* como *proxy* (vide Figura 8), constatamos uma expressiva desvalorização dos títulos de diversas desenvolvedoras de *software*. Em fundos de *private credit*, nos quais os investimentos foram realizados em companhias em estágios de vida mais prematuros comparativamente àquelas que acessam o mercado de *bonds* e com *underwriting* questionável, os riscos são potencialmente maiores, pois compreendem emissores mais vulneráveis à disrupção tecnológica desencadeada pela IA. Para piorar, estimamos que falhas de *underwriting* estejam associadas a taxas de recuperação mais baixas nesse ciclo de crédito, amplificando as perdas para os investidores (vide Figura 9).

Figura 8 – Evolução *bids* para *bonds* selecionados, separando aqueles emitidos por empresas do segmento de *software*.



Fonte: PitchBook; Polígono Capital.

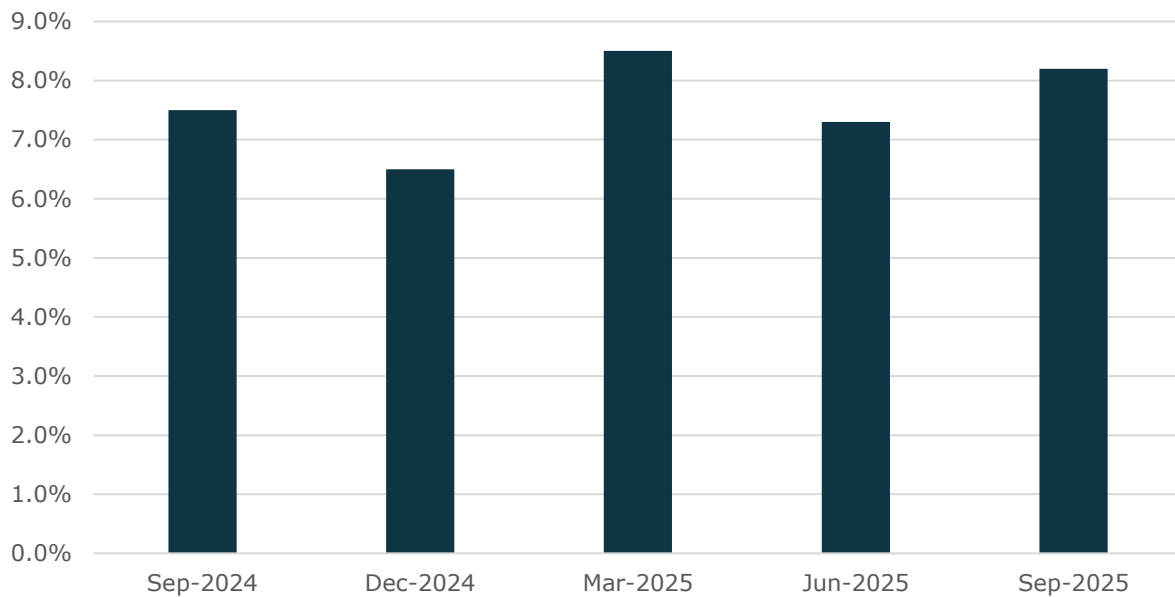
Figura 9 – Taxas de recuperação em US *leveraged loans*. Média histórica em linhas pontilhadas.

Fonte: UBS; Polígono Capital.

Os indicadores de crédito já começaram a refletir esse ajuste. Segundo a Fitch, a taxa de *default* em sua carteira de *privately monitored ratings* (*ratings* privados não divulgados ao público) atingiu 9,2% em 2025, acima dos 8,1% observados em 2024. A dispersão por porte do emissor chama atenção. Entre empresas com EBITDA de até USD 25 milhões, a taxa foi de 15,8%. Entre companhias com EBITDA acima de USD 100 milhões, ficou em 4%. A composição desses eventos de *default* também produz conclusões interessantes: no período encerrado em fevereiro de 2026, 55% dos eventos estavam associados à postergação de juros ou introdução de mecanismos de pagamento em ativos (PIK) em substituição ao pagamento em caixa e 31% vinham de extensões concedidas anteriormente a empresas em situação de estresse. Assim, depreende-se que, em diversas situações, a extensão de prazo e a reconfiguração da estrutura são ferramentas utilizadas para postergação da materialização do *default* e, por conseguinte, da perda.

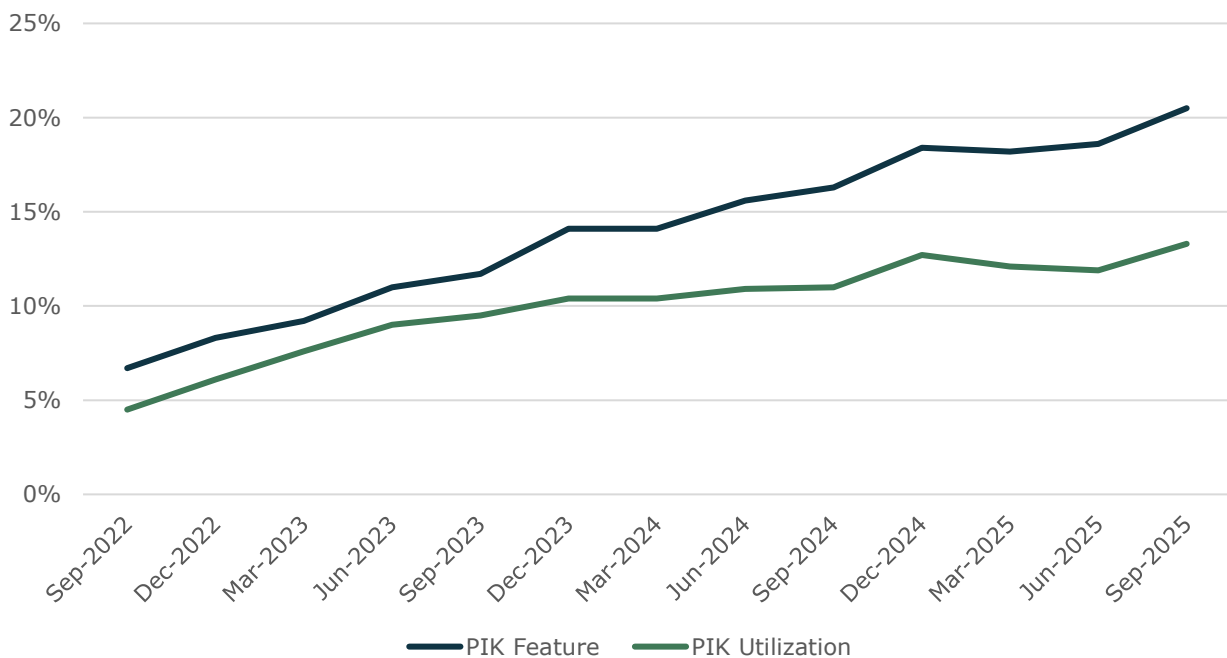
Prosseguindo nesse tema, merece ênfase a crescente utilização de mecanismos PIK em transações encarteiradas por BDCs. Em estudo recente compilado pela Oaktree a partir da base de empréstimos analisada e monitorada pela Houlihan Lokey (vide Figuras 10 e 11), constata-se que, embora, na média, os emissores presentes em BDCs tenham reportado taxas de crescimento de EBITDA relativamente estáveis nos últimos anos, a utilização de PIK aumentou. Duas conclusões importantes emergem desses dados. Primeiramente, a maior frequência de implantação e utilização do PIK demonstra possível abuso do instrumento com o intuito de postergar *defaults* e explica a crise de liquidez de alguns BDCs, pois o mecanismo reduz o fluxo de caixa das operações investidas ao promover o *accrual* de juros.

Figura 10 – Crescimento de EBITDA YoY em empresas detidas por BDCs selecionados, considerando mais de 60.000 empréstimos da base da Houlihan Lokey.



Fonte: Oaktree; Polígono Capital.

Figura 11 – Taxa de implementação e de utilização de mecanismos de PIK em operações de *private credit*, considerando mais de 60.000 empréstimos da base da Houlihan Lokey.

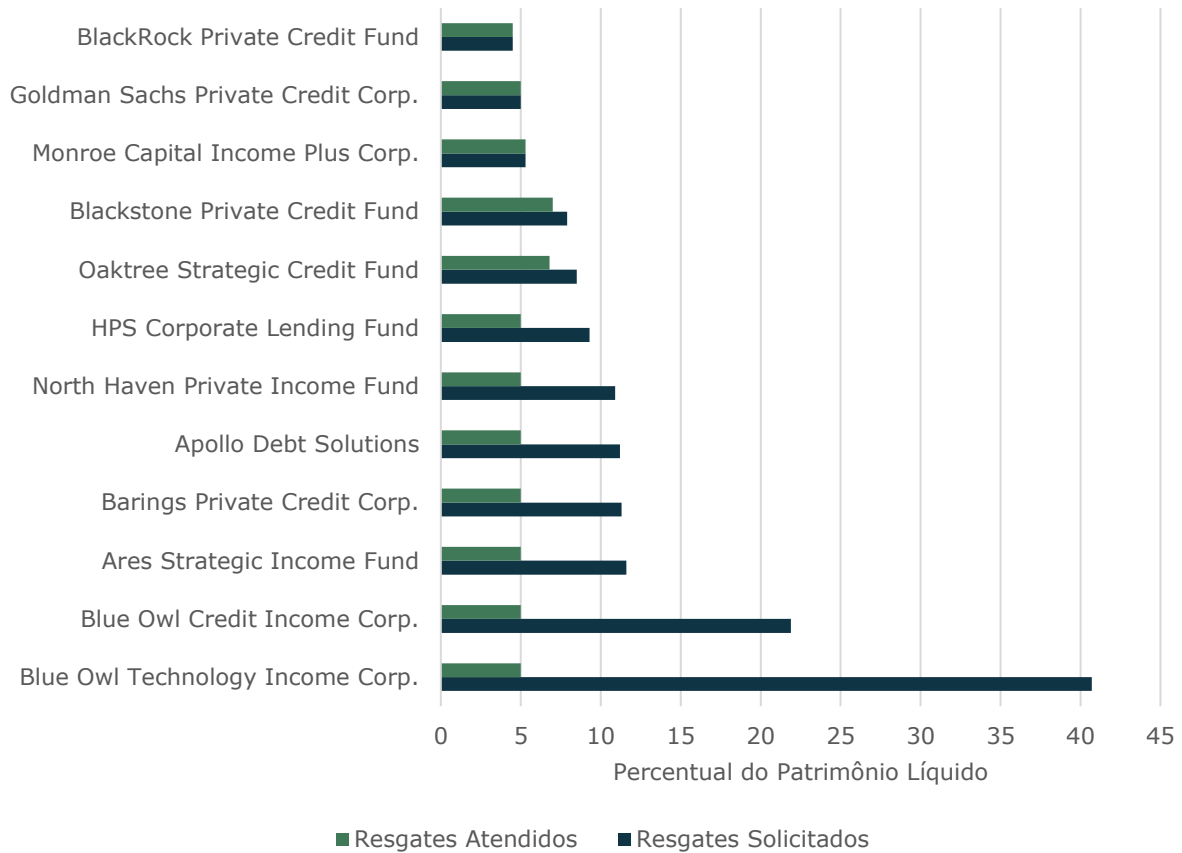


Fonte: Oaktree; Polígono Capital.

Em segundo lugar, se essa maior frequência de PIK está acompanhada de crescimento de EBITDA, há chances não desprezíveis desses emissores possuírem baixa qualidade de *earnings*, ou seja, conversão baixa de EBITDA em resultado, justificando a incapacidade de pagarem juros mesmo com expansão de resultado. Esse tipo de análise é impreterível em operações de crédito. Essa baixa qualidade de *earnings* indica outro problema estrutural em BDCs, e não surpreende ao recordarmos que os emissores presentes nesses fundos são, na vasta maioria dos casos, empresas de pequeno porte, que possuem práticas de governança corporativa mais fracas.

Naturalmente, desencadeada a crise e explicitados os diversos problemas da indústria, a consequência foi uma onda severa de resgates. No primeiro trimestre de 2026, investidores solicitaram resgates de USD 21 bilhões nos principais fundos de *private credit* da indústria, totalizando USD 300 bilhões sob gestão. Pouco mais da metade desses pedidos foi atendida. No subconjunto de veículos do tipo BDC distribuídos a *accredited investors*, os pedidos alcançaram USD 14 bilhões no trimestre contra USD 5,7 bilhões no trimestre anterior e apenas USD 3,7 bilhões em todo o ano de 2024. O caso mais notório envolveu a gestora Blue Owl que teve USD 5,4 bilhões em solicitações de resgate, equivalentes a 22% de um fundo de USD 36 bilhões e 41% de um veículo focado em tecnologia. A Figura 12 abaixo compila outros episódios relevantes e compara os resgates solicitados com os respectivos volumes atendidos.

Figura 12 – Resgates solicitados em diferentes BDCs no 1Q26 e montante honrados sem *gating*.



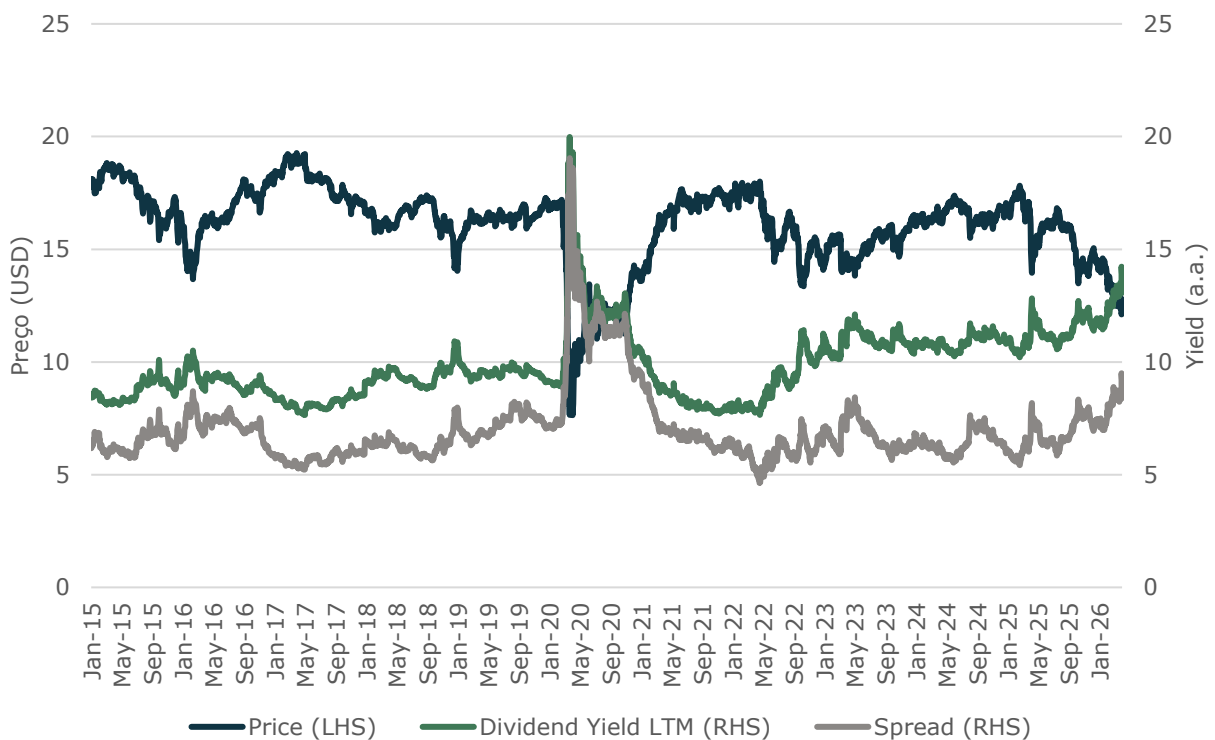
Fonte: Fitch; Polígono Capital. Dados referentes ao 1Q26.

Esses números ajudam a explicar por qual razão a discussão sobre NAV e marcação ganhou importância. Em fundos listados comparáveis, a correção veio de forma mais rápida. No caso da Blue Owl Capital, uma BDC pública negociava com desconto superior a 25% em relação ao NAV de fim de ano, enquanto outra, focada em tecnologia, operava com desconto superior a 30%. Em mercados líquidos, esse desconto é a forma pela qual o investidor expressa sua dúvida em relação ao valor econômico da carteira. Nos veículos privados, a marcação tende a reagir com morosidade. O resultado é um descompasso entre a estabilidade aparente da cota e a percepção de valor observada em ativos comparáveis negociados em bolsa. Quando isso acontece concomitantemente à elevação dos resgates, o incentivo para solicitar saída antes de eventual ajuste de NAV se torna maior. O estrago é ilustrado pela Figura 13, mostrando a desvalorização abrupta do ETF BIZD (VanEck BDC Income ETF), que replica o desempenho geral do mercado de BDCs negociados em bolsa.

Em paralelo, apareceram respostas defensivas típicas de momentos de crise de liquidez. Gestores venderam ativos para levantar liquidez, intensificaram o uso de linhas bancárias

e recorreram com mais frequência a *continuation vehicles*. Essas transações somaram USD 15 bilhões em 2025, contra menos de USD 4 bilhões no ano anterior. Simultaneamente, a marcação mais frequente e mais conservadora dos ativos, liderada pela Apollo e reforçada pelo JPMorgan, ao rever o valor de carteiras dadas em garantia para empréstimos, tende a pressionar o restante da indústria a reconhecer perdas com mais rapidez. Plataformas mais sólidas são favorecidas e aumenta-se a pressão sobre gestoras mais expostas a resgates e a ativos mais sensíveis, como Blue Owl e Blackstone, sobretudo nos veículos semilíquidos distribuídos ao público de *wealth*. A implicação é de aperto na oferta de *private credit*, com menor alavancagem disponível e captação potencialmente mais difícil nos próximos trimestres, porém com o benefício de uma indústria mais saudável no longo prazo. Essa abordagem relembra aquela empregada pelo Goldman na crise de 2008, quanto antecipou a marcação justa de seus MBSs, reconheceu perdas antes de seus concorrentes e realizou vendas agressivas para reduzir risco. Desse modo, reduziu substancialmente os impactos da crise sobre seu balanço.

Figura 13 - Evolução do preço, do *dividend yield* e do *spread* implícito do VanEck BDC Income ETF, que busca replica o desempenho do MVIS US Business Development Companies Index. O índice, por sua vez, acompanha o desempenho geral do mercado de BDCs negociados em bolsas.

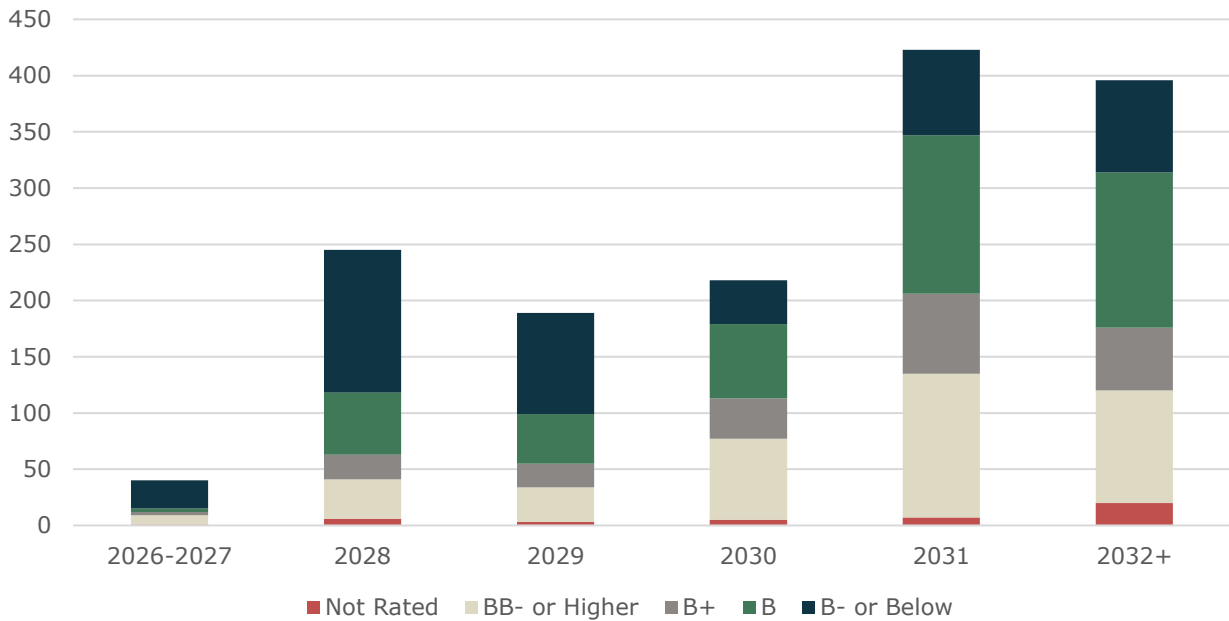


Fonte: Bloomberg; Polígono Capital. Dados coletados até o fechamento de março de 2026.

Para os próximos meses, ainda se espera turbulência. As Figuras 14 e 15 mostram que os emissores atendidos por fundos de *private credit* possuem torres de amortização importantes a partir de 2028. Ademais, as condições creditícias pioraram, de modo que os

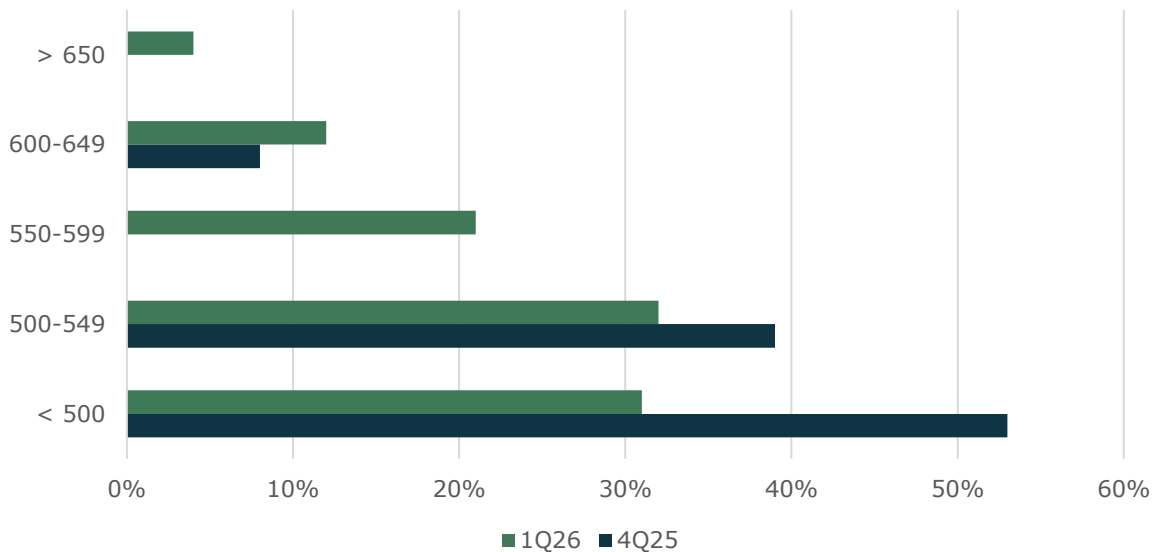
refinanciamentos provavelmente ocorrerão sob termos e condições mais punitivos para os emissores, com elevação de spreads. Essa combinação sugere que outros *defaults* ainda podem ocorrer, pois alguns desses emissores possivelmente fracassarão nas rolagens.

Figura 14 – Torres de amortização de *leveraged loans* no mercado norte-americano, abertas por rating do emissor. Valores em bilhões de dólares.



Fonte: PitchBook; Polígono Capital. Dados referentes a março de 2026.

Figura 15 – Análise da receptividade do mercado norte-americano a novas emissões de *private credit* a partir da pergunta: “Em seis meses, qual é o *spread* de crédito de captação de uma empresa que gera R\$ 50 mm de EBITDA em um setor não-cíclico e em uma estrutura com LTV de 40%?”.



Fonte: PitchBook; Polígono Capital.

A despeito do prognóstico, é possível que a crise não se alastre. Distintamente daquela vivida em 2008, envolvendo MBSs e outras securitizações disseminados nos balanços de instituições financeiras e outros investidores, os fundos de *private credit* estão restritos ao público institucional e alguns segmentos de varejo. Ademais, representam apenas uma fração dos empréstimos corporativos globais, que ultrapassam USD 50 trilhões. Paralelamente, empréstimos para fundos de *private credit* em balanços de bancos norte-americanos representam menos de 5% da carteira de crédito total dessas instituições. A liquidez dos BDCs, embora seja fator de apreensão, está sendo controlada por mecanismos de *gating* que, por mais desagradáveis que sejam para os investidores desses veículos, funcionam exatamente como mitigadores em períodos de crise. Ou seja, por enquanto, o risco de contágio parece limitado.

Em nossa leitura, as operações de *private credit* continuarão ocupando papel relevante no financiamento corporativo. A escala que a indústria alcançou e sua importância para o *middle market* americano, bem como o valor agregado que adicionam na alocação de portfólios, são fatores que sustentam nossa visão. No decorrer da história, diversas classes de ativos novas atravessaram períodos semelhantes, que ocorrem quando, em meio à euforia, o *fear of missing out* (FOMO) prepondera e, conseqüentemente, a disciplina e a diligência são enfraquecidas. Embora traumática, essa correção é a semente para o nascimento de uma nova versão dessa indústria, mais saudável e sustentável.

### 3. *Private Credit* e BDCs: Estudos de Caso

A seguir, com o intuito de nos aprofundarmos na compreensão da conjuntura apresentada, extrairemos lições e compararmos com a dinâmica e as características do mercado local, separamos quatro casos de *default* que impactaram a indústria de *private credit*. Em adição, esses casos ilustram, com precisão, excessos que foram cometidos durante a euforia dos anos mais recentes.

#### First Brands

O caso da First Brands foi um dos primeiros a disparar alertas sobre a possibilidade de uma crise mais profunda e disseminada, embora naquele momento ainda oculta, no segmento de *private credit*. A companhia, uma fornecedora de autopeças no mercado norte-americano, ingressou com um pedido de reestruturação baseado no *Chapter 11* no fim de setembro de 2025, reportando passivos superiores a USD 10 bilhões, em um desfecho que rapidamente passou a ser tratado como um dos episódios mais emblemáticos do atual ciclo de estresse no *private credit*, envolvendo estruturas de financiamento de capital de giro.

Resumidamente, a First Brands havia expandido sua atuação por meio de aquisições alavancadas e, com esse intuito, recorreu frequentemente a modalidades de financiamento garantidas por recebíveis e estoques. Também estruturou operações através de veículos de propósito específico (SPVs). A rigor, tais instrumentos podem ser compatíveis com uma gestão eficiente de capital de giro, sobretudo em companhias industriais com escala relevante e base ampla de clientes.

Entretanto, a situação degradingou quando essas estruturas deixaram de atuar como mecanismos ordinários de financiamento e passaram a ser utilizadas, segundo alegações posteriormente formuladas em juízo e em âmbito criminal, para mascarar o real endividamento da companhia, encobrendo passivos e sustentando uma aparência de liquidez e solvência dissociada da realidade. A própria companhia alegou que Patrick James, ex-CEO, teria feito a First Brands levantar pelo menos USD 2,3 bilhões mediante antecipação de recebíveis lastreados em notas inexistentes ou adulteradas, além de outros USD 2,3 bilhões em dívidas vinculadas a SPVs e estruturas extrapatrimoniais.

No que tange aos recebíveis, as alegações são particularmente graves e ajudam a compreender por que o caso extrapolou um mero evento de inadimplência corporativa. Segundo a ação movida pela própria First Brands e a denúncia tornada pública pelo

Departamento de Justiça (DOJ) em janeiro de 2026, as práticas fraudulentas citadas eram recorrentes. A acusação oficial do DOJ afirma que os executivos da companhia envolvidos no caso teriam inflado notas, realizados cessões múltiplas de vários ativos e falsificado demonstrações financeiras para obter financiamentos volumosos. O processo judicial da companhia vai além e apresenta exemplo concreto em que uma fatura originalmente emitida por USD 178 foi ajustada para USD 9.271 quando incluída em um pacote de recebíveis para antecipação; o conjunto correspondente foi adquirido por aproximadamente USD 11,2 milhões, embora o valor real fosse de apenas cerca de USD 2,3 milhões. O mesmo documento sustenta ainda que, em numerosos casos, esses recebíveis foram cedidos mais de uma vez para contrapartes distintas.

Todavia, o aspecto talvez mais relevante do caso não está apenas na eventual fabricação ou adulteração de recebíveis, mas na amplitude das distorções associadas à estrutura de capital da companhia. De acordo com a ação ajuizada pela First Brands, Patrick James teria recorrido a SPVs e outras estruturas *off-balance* que também praticaram dupla oneração de ativos para constituição de garantias a mais de um credor. Esse ponto é central porque desloca o problema de uma fraude documental sobre recebíveis para uma falha mais ampla de *underwriting*, ligada à própria rastreabilidade dos ativos, à segregação de garantias e à eficácia das estruturas.

Adicionalmente, o caso sugere que a deterioração não se restringia ao nível transacional. Segundo a denúncia criminal, a fraude alegada envolveu também a falsificação de demonstrações financeiras e a ocultação sistemática da real posição econômica da companhia perante financiadores. A ação ajuizada pela First Brands sustenta que a situação só começou a desmoronar quando credores passaram, em julho de 2025, a exigir um relatório de *quality of earnings* antes de conceder novo financiamento. O objetivo desse tipo de relatório é mensurar a conversão de resultado em caixa, investigar práticas contábeis agressivas e expurgar resultados atípicos (*one-off*) para estimar os resultados recorrentes de uma empresa. Com a interrupção do fluxo de capital novo, tornou-se aparente que a companhia estava sem liquidez e, assim, não conseguiria honrar compromissos financeiros básicos. Esse ponto evidencia como, em mercados privados, a continuidade do financiamento pode por vezes postergar a revelação de fragilidades estruturais, que somente emergem quando o escrutínio se intensifica ou quando o mercado, em um cenário mais avesso ao risco, torna-se menos leniente na concessão de crédito.

Também sob a ótica de governança, o episódio é elucidativo. Já nos primeiros dias do *Chapter 11*, a companhia reconheceu o rombo de USD 2,3 bilhões oriundo de arranjos sem lastros com *factorings* e informou que um comitê especial investigava as cessões múltiplas de recebíveis para diferentes credores. Em paralelo, esses últimos passaram a questionar a efetiva segregação dos fluxos recebidos e a Reuters reportou que a companhia teria

arrecadado aproximadamente USD 1,9 bilhão em recebíveis previamente cedidos, sem remeter tais valores aos respectivos adquirentes.

As consequências econômicas e de mercado foram amplas. A Reuters reportou que somente um fundo de crédito da Jefferies carregava aproximadamente USD 715 milhões em recebíveis da First Brands, enquanto o UBS informou exposição superior a USD 500 milhões em diferentes fundos. O próprio mercado passou a tratar o caso como sinal de alerta para estruturas opacas de financiamento corporativo, especialmente em *private credit* e *supply chain finance*.

Do ponto de vista analítico, o caso oferece lições particularmente relevantes para a leitura do atual momento da indústria. Em primeiro lugar, ele evidencia que, em crédito estruturado, o risco não reside apenas na alavancagem do tomador, na ciclicidade do setor ou na senioridade formal da exposição. Com frequência, há fatores de risco mais profundos, associados à verificabilidade da garantia, à unicidade das garantias, à integridade dos fluxos cedidos e à qualidade efetiva das informações financeiras que embasam o *underwriting*.

Em segundo lugar, o episódio sugere que, em ambientes de forte competição por ativos, pode haver flexibilização progressiva do crivo de crédito e dependência excessiva de processos formais de diligência que, embora aparentemente completos, não capturam adequadamente riscos de governança, manipulação contábil e oneração múltipla de ativos. Por fim, trata-se de um lembrete oportuno de que escala, reputação institucional e diversificação aparente não substituem ceticismo analítico nem robustez processual.

## Tricolor

No caso da Tricolor, a concessionária, sediada no Texas, atuava na venda de veículos usados e na concessão de crédito automotivo a consumidores de baixa renda, majoritariamente em comunidades hispânicas no sudoeste dos Estados Unidos. Em 10 de setembro de 2025, a empresa ingressou com pedido de liquidação sob o *Chapter 7*, reportando mais de USD 1 bilhão em passivos distribuídos em cerca de 25 mil credores. A falência ocorreu um dia após o Fifth Third Bank comunicar ter identificado indícios de fraude em uma linha de crédito de USD 200 milhões colateralizada por ativos da empresa.

A princípio, a lógica econômica da operação da Tricolor era simples. A emissora originava financiamentos para aquisição de automóveis por tomadores com acesso limitado ao sistema bancário tradicional e monetizava esses ativos por meio de linhas de crédito

rotativas junto a bancos e securitizações de sua carteira. É um arranjo amplamente utilizado em crédito ao consumo: a originação gera recebíveis, que por sua vez servem de base para captação adicional. Entretanto, os alertas surgiram quando, segundo as acusações posteriormente formuladas pelo Departamento de Justiça dos Estados Unidos, os ativos securitizados começaram a ser manipulados para ampliar artificialmente a capacidade de endividamento da companhia.

Segundo a acusação criminal tornada pública em dezembro de 2025, Daniel Chu, fundador e então principal executivo da Tricolor, e David Goodgame, ex-diretor de operações, teriam conduzido por anos um esquema sistemático de fraude contra bancos e outros provedores de crédito privado. De acordo com o Departamento de Justiça, a companhia falsificava dados dos contratos de financiamento de veículos, manipulava características dos ativos para fazer operações inelegíveis parecerem aderentes aos critérios dos credores e, sobretudo, praticava cessões múltiplas do mesmo recebível. Em agosto de 2025, a Tricolor teria comprometido aproximadamente USD 2,2 bilhões em colateral perante credores e investidores, embora dispusesse de somente USD 1,4 bilhão em ativos, o que implica um excedente de aproximadamente USD 800 milhões em colateral fictício ou indevidamente reapresentado. O ex-diretor financeiro Jerome Kollar e a ex-executiva financeira Ameryn Seibold confessaram participação no esquema e estão cooperando com o governo.

O aspecto mais simbólico do caso está precisamente na natureza da fraude. Não se trata apenas de inadimplência acima do esperado em uma carteira de crédito alto risco, tampouco de deterioração cíclica de um segmento mais sensível à renda disponível e às taxas de juros. O que emergiu, segundo as autoridades, foi uma ruptura mais profunda dos pressupostos básicos da estrutura: unicidade da garantia, integridade dos dados da carteira e correspondência entre ativos elegíveis e financiamento concedido. Em operações desse tipo, o credor assume risco de crédito do consumidor final, porém o faz partindo da premissa de que os contratos existem, estão corretamente reportados e não foram simultaneamente oferecidos a terceiros. Quando essas premissas deixam de valer, a estrutura começa a ruir.

Adicionalmente, o episódio sugere que, há algum tempo, sinais sobre incongruências de lastro estavam sendo emitidos. Em fevereiro de 2026, investidores em mais de USD 230 milhões de notas lastreadas em ativos da Tricolor ajuizaram ação contra JPMorgan, Barclays e Fifth Third, alegando que auditorias realizadas em 2022 a 2024 já haviam identificado recebíveis reportados de forma incorreta e fluxos de caixa enviados para contas erradas ou simplesmente "fabricados". Segundo a Reuters, algumas dessas notas passaram a ser negociadas por menos de 10 centavos por dólar. Em paralelo, credores da companhia pediram à Justiça autorização para investigar o que bancos estruturadores sabiam sobre os indícios de fraude, afirmando que a massa falida se encontrava em

“completo desarranjo”, sem capacidade adequada de rastrear pagamentos de clientes ou acessar reservas destinadas ao serviço da dívida.

As consequências econômicas foram amplas. O Fifth Third estimou perda entre USD 170 milhões e USD 200 milhões em sua exposição, enquanto o JPMorgan registrou baixa de USD 170 milhões. A mensagem transmitida ao mercado foi inequívoca: o caso Tricolor reforçou a percepção de que, em determinados segmentos de crédito privado, o risco central pode estar menos na performance ordinária dos tomadores e mais na verificabilidade da garantia, na confiabilidade do sistema de informações e na robustez dos controles de elegibilidade dos ativos.

## Market Financial Solutions

O episódio da Market Financial Solutions (MFS) chamou atenção por desnudar fragilidades relevantes em um segmento econômico que, conceitualmente, é propício para concessão de crédito devido à existência de garantias reais para colateralização de transações. A companhia, sediada em Londres, era especializada em empréstimos-ponte e outras operações imobiliárias complexas, em geral ancoradas nos ativos financiados. Em tese, as garantias sobre propriedades, que são ativos de valoração relativamente mais assertiva e monetização mais segura, deveriam conferir proteção adicional ao credor. Ainda assim, a MFS foi colocada em processo formal de insolvência, com nomeação de administrador judicial (semelhante ao mecanismo de recuperação judicial no arcabouço jurídico brasileiro), no fim de fevereiro de 2026, após alegações de irregularidades financeiras e gestão negligente, deixando bancos e fundos de crédito privado diante de perdas maciças.

A lógica econômica da operação, considerada isoladamente, não era inusitada. A MFS originava financiamentos de curto prazo garantidos por imóveis e captava recursos junto a credores institucionais para sustentar essa atividade. Em princípio, esse arranjo é compatível com o funcionamento usual do crédito imobiliário estruturado: ativos reais servem de lastro para a concessão de empréstimos, que por sua vez são financiados por capital de bancos e fundos. O problema surgiu quando começaram a aparecer indícios de que a solidez dessas garantias era ilusória. Credores passaram a sustentar que, para empréstimos totalizando 1,16 bilhão de libras, havia apenas 230 milhões de libras em colateral com “valor verdadeiro” disponível nas contas vinculadas, o que já apontava, desde o início, para um déficit patrimonial catastrófico.

Posteriormente, o quadro se agravou. Em documentos judiciais reportados pela Reuters em março, credores afirmaram que o déficit estimado ultrapassava 1,3 bilhão de libras, em parte porque a MFS teria concedido crédito a tomadores ligados ao seu fundador e

utilizado garantias duplamente oneradas. Analogamente a outros casos discutidos no âmbito dessa carta, constatamos fraudes envolvendo garantias mal formalizadas e sem o monitoramento adequado, criando um meio propício para múltiplas onerações em favor de variados credores. O aspecto mais emblemático do caso, portanto, não reside apenas na deterioração da carteira, mas na natureza da possível falha de estruturação e diligência. Não se trata de simples inadimplência decorrente de desaceleração do mercado imobiliário ou de deterioração do perfil de mutuários.

Adicionalmente, o episódio passou a suscitar questionamentos sobre a qualidade do crivo adotado pelos financiadores institucionais. A Reuters reportou que o Banco da Inglaterra, por meio da Prudential Regulation Authority, passou a solicitar informações a credores com exposição à MFS, diante da preocupação de que diligências insuficientes possam ter sido realizadas. Pouco depois, a autoridade britânica de conduta financeira anunciou investigação formal sobre a companhia. A relevância regulatória do caso, portanto, transcende a perda financeira imediata e enfatiza que a preocupação do mercado não se limita à MFS em si, mas à possibilidade de que estruturas similares tenham sido financiadas com excessiva confiança na aparência de robustez da garantia.

Assim como nos demais casos aqui debatidos, as consequências econômicas foram desastrosas. Barclays, Santander, Jefferies, Elliott Management e Atlas SP, afiliada da Apollo, figuram entre os credores com exposição ao caso. A simples divulgação dessas posições foi suficiente para pressionar ações de instituições financeiras e reacender temores sobre defaults ocultos no universo do crédito privado. A mensagem transmitida ao mercado foi inexorável: mesmo em operações lastreadas por imóveis, o risco central pode estar menos na existência formal da garantia e mais na sua efetiva exclusividade, na independência entre as partes e na confiabilidade das informações apresentadas ao credor, características que, em conjunto, determinam a capacidade de excussão da garantia.

Em síntese, o caso da Market Financial Solutions evidencia que, em crédito estruturado, garantias reais não asseguram automaticamente blindagem aos credores. Quando há oneração múltipla de ativos, vínculos opacos entre partes relacionadas e falhas de diligência sobre a titularidade e a prioridade das garantias, a estrutura pode se deteriorar rapidamente, mesmo que, em tese, esteja apoiada em ativos tangíveis. Trata-se, assim, de um lembrete oportuno de que preservação de capital depende não apenas da qualidade aparente da garantia, mas também da robustez jurídica da estrutura, da independência do processo de verificação e da disciplina de *underwriting* ao longo de todo o ciclo.

## Bankim Brahmhatt

Entre os episódios recentes que ajudam a iluminar o momento atual da indústria, um investimento realizado pela HPS Investment Partners, hoje integrada à BlackRock, merece destaque particular. Mais do que um evento meramente idiossincrático, o ocorrido evidencia explicitamente como a combinação entre crescimento acelerado da indústria, competição acirrada por ativos e negligência na verificação e monitoramento independente de garantias pode resultar em perdas abruptas. De acordo com matéria publicada no Wall Street Journal em fevereiro desse ano, relatando detalhadamente o caso, a HPS liderou uma operação de crédito estruturado de montante superior a USD 400 milhões em favor do empresário de telecomunicações Bankim Brahmhatt. A transação foi ancorada em recebíveis detidos por sua empresa, a Carriox, contra terceiros. Conforme detalhes compartilhados adiante, a fragilidade da estruturação residiu justamente no elemento que, em tese, deveria proteger o credor em cenário de estresse: a garantia.

A lógica econômica da operação, a princípio, não é exótica e nem equivocada. A Carriox alegava atuar na aquisição de recebíveis no setor de telecomunicações, em dinâmica semelhante a operações de *factoring*, antecipando recebíveis com desconto mediante financiamento provido por credores institucionais. Nesse contexto, a HPS ofereceu, ainda em 2020, uma linha de crédito, posteriormente expandida em mais de uma ocasião até alcançar aproximadamente USD 440 milhões, contando com apoio do BNP Paribas. A princípio, tratava-se de uma estrutura colateralizada relativamente convencional, na qual a qualidade do crédito dependia menos da geração de caixa recorrente do tomador e mais da existência, exigibilidade e liquidez dos recebíveis dados em garantia. Em operações dessa natureza, a constituição de trava perfeita sobre os recebíveis, com notificação das partes envolvidas, obtenção de anuência e criação de cascata de pagamentos mitigando o risco de fungibilidade, são aspectos centrais para vincular o risco da operação à garantia e garantir a sua recuperabilidade.

Todavia, justamente nesse quesito o *underwriting* falhou. Poucos dias após o fechamento da aquisição da HPS pela BlackRock, um analista identificou inconsistências em comunicações utilizadas para confirmar notas (*invoices*) que compunham a garantia da operação. O detalhe que desencadeou a investigação foi, aparentemente, irrelevante: os domínios de e-mail usados em algumas confirmações não correspondiam aos domínios reais das empresas que supostamente figuravam como devedoras (sacados). A partir daí, a HPS aprofundou a checagem, contatou diretamente as companhias envolvidas e concluiu que os e-mails eram falsos. Em paralelo, a revisão de contratos apresentados como suporte da garantia teria revelado assinaturas aparentemente forjadas. A alegação levada a juízo foi, portanto, inequívoca: as notas eram fraudulentas e, por conseguinte, a garantia subjacente à operação estava severamente comprometido. Por meio de seus advogados, Brahmhatt contestou as acusações.

O aspecto talvez mais instrutivo do episódio não reside apenas na fraude em si, mas na negligência de controle que a tornou possível. De acordo com a reportagem, a HPS recorreu a terceiros no processo de diligência, incluindo a Deloitte em etapas iniciais e a CBIZ em auditorias periódicas da garantia. A deficiência eclodiu, em grande medida, do desenho do procedimento de confirmação. Ao solicitar acesso às comunicações subjacentes utilizadas nas validações, a HPS constatou que parte relevante da checagem havia sido conduzida com base em contatos e fluxos informacionais controlados ou intermediados pela própria estrutura do cedente. Em operações lastreadas em recebíveis, essa distinção é crítica: a confirmação do crédito somente cumpre sua função de mitigação de risco quando ocorre de forma efetivamente independente do originador e do cedente, em especial quando não há qualquer coobrigação ou cláusula de regresso. Quando a contraparte interessada controla, ainda que indiretamente, o canal por meio do qual a garantia é validada, o processo de diligência deixa de operar como mecanismo de verificação e se transforma, ele próprio, em flanco para fraudes.

Adicionalmente, a matéria sugere que havia aspectos pretéritos que recomendariam escrutínio mais amplo ao longo do *underwriting*. Empresas ligadas a Brahmabhatt teriam enfrentado litígios anteriores envolvendo alegações de inadimplemento, bem como problemas regulatórios em determinadas jurisdições. Um dos demandantes, inclusive, alegou que uma das companhias do empresário gerava menos receita do que afirmava. Tais sinais, embora não constituam isoladamente prova de fraude, deveriam, em um processo de diligência rigoroso, elevar o grau de ceticismo do credor e exigir maiores investigações, no mínimo, embora riscos de governança como os supracitados deveriam, por si sós, acarretar a reprovação da transação.

O último ponto é especialmente relevante porque demonstra que o problema não se restringiu a um evento imprevisível ou a uma falsificação particularmente sofisticada; ao contrário, parte do risco parecia residir em uma combinação de sinais qualitativos desfavoráveis, diligência insuficientemente independente e excesso de confiança na formalidade do processo. Aqui, notamos a possível materialização de problemas cognitivos clássicos de finanças comportamentais, como o viés do excesso de confiança.

A natureza do setor em que a operação estava inserida também ajuda a compreender a facilidade com que a fraude teria sido viabilizada. A reportagem observa que determinados segmentos do mercado global de telecomunicações, sobretudo aqueles relacionados a *wholesale* VoIP e tráfego internacional, historicamente convivem com incidência elevada de práticas fraudulentas. Trata-se de um ambiente em que o serviço subjacente é intangível, a documentação pode transitar entre múltiplas jurisdições e a verificação econômica das transações é menos trivial do que em cadeias lastreadas em bens físicos. Nesses contextos, a diligência deve ser não somente holística, mas qualitativamente mais

criteriosa, com validação independente de contrapartes, checagem rigorosa de documentação e uso de procedimentos técnicos compatíveis com a natureza do ativo. A existência de ferramentas relativamente simples para detecção de domínios eletrônicos falsos, mencionada na própria matéria, torna ainda mais evidente que a falha observada não decorreu apenas da complexidade do caso, mas, sobretudo, de execução incompleta de controles básicos.

As consequências econômicas foram relevantes. As empresas de telecomunicações ligadas a Brahmhatt e a própria Carriox ingressaram com pedido de reestruturação baseado no *Chapter 11* em Nova York, ao passo que o empresário também apresentou pedido de falência pessoal. A HPS informou a investidores que a posição havia sido marcada a zero por prudência e que permanecia incerto o montante recuperável. Embora a perda represente apenas pequena fração dos aproximadamente USD 179 bilhões sob gestão da plataforma, o impacto foi material para fundos específicos que carregavam a posição. Segundo a reportagem, veículos alocadores na operação, que antes projetavam retornos líquidos anualizados em torno de 11% a 12%, estimam agora valores entre 8% e 9%, assumindo desempenho regular dos demais ativos dos portfólios. O FBI passou a investigar o caso, reforçando a gravidade do episódio e sua repercussão para além da perda financeira imediata.

Do ponto de vista analítico, o caso oferece lições importantes para a leitura do atual momento da indústria. Em primeiro lugar, ele evidencia que, no crédito estruturado, o risco não reside exclusivamente nos indicadores de crédito do tomador, na dinâmica setorial ou na posição contratual do credor na estrutura de capital. Com frequência, há fatores de risco derivados da verificabilidade da garantia, da independência dos procedimentos de controle e da capacidade do gestor de manter disciplina de *underwriting* em ambientes marcados por forte competição por ativos, quando investidores ficam tentados a flexibilizar o crivo de crédito em prol de alocações para evitar caixa empoçado nos portfólios.

Em adição, o episódio ilustra como mercados privados, por sua menor transparência intrínseca e menor frequência de marcação, podem carregar fragilidades operacionais que permanecem latentes por períodos prolongados, até que algum evento específico force sua materialização. Ademais, trata-se de um lembrete oportuno de que sofisticação institucional, escala e reputação, não substituem ceticismo analítico e nem robustez processual.

Em síntese, o caso HPS/Carriox é emblemático não apenas pelo montante envolvido, mas pela natureza da perda. Ele mostra que, em mercados privados, diligência não pode ser compreendida como um rito formal voltado à viabilização da transação, mas, sim, como

instrumento efetivo de contenção de risco. Quando esse processo falha, a erosão de valor tende a ser rápida, profunda e de difícil reversão. Em um contexto em que a indústria global de *private credit* passa a conviver com maior escrutínio sobre *defaults*, governança, marcação e liquidez, episódios dessa natureza reforçam a relevância da disciplina de alocação de capital, da solidez dos colaterais e da robustez das estruturas contratuais como condições indispensáveis para a preservação de capital ao longo do ciclo.

## 4. Lições Aprendidas e Mecanismos de Proteção em FIDCs

Os episódios recentes envolvendo First Brands, Tricolor, Market Financial Solutions e HPS/Carriox fornecem diversas lições para futuras operações de crédito estruturado. Sem exceção, os casos resultaram não apenas de inadimplência ou deterioração conjuntural do setor, estiveram presentes também: falhas de *underwriting*, deficiência no acompanhamento independente e assídua das garantias, má formalização que permitiu múltiplas onerações de um mesmo ativo, fragilidade no controle dos fluxos financeiros e reação tardia a sinais que já estavam presentes. Logo, embora a deterioração do perfil de crédito corporativo desses emissores tenha sido o propulsor dos *defaults*, a corrosão do valor recuperável adveio de erros de estruturação e monitoramento.

Por esse fator, é pertinente comparar essas situações, que envolveram instrumentos de financiamento tradicionais, com aquelas que vivenciamos no universo de FIDCs no mercado doméstico. Como sempre ressaltamos aos investidores, o veículo não elimina o risco de fraude e nem substitui discernimento de crédito. No entanto, o FIDC permite organizar o risco dentro de uma arquitetura operacional, jurídica e informacional muito mais robusta do que aquela observada nas referidas estruturas. Quando o portfólio do FIDC é construído com prudência, respeitando políticas, critérios de elegibilidade e condições de cessão conservadores e com prestadores de serviço de qualidade, incluindo um gestor ativo na condução do fundo, as oportunidades de fraude são reduzidas. Dupla cessão, confusão patrimonial e manipulação de dados, como verificadas nos estudos de caso, se tornam mais difíceis de ocorrer. Ademais, o controle do portfólio por meio da esteira de crédito e dos dados que, por ela, diariamente fluem propicia rápida reação quando surgem sinais de deterioração.

Irrefutavelmente, a primeira camada de defesa é o *underwriting*, que deve ser compreendido em sentido amplo. Não se refere somente à definição de parâmetros relativos à estrutura de capital do FIDC, análise do perfil estatístico histórico da carteira ou calibração do excesso de *spread*. O estudo detalhado do *workflow* que compõe a esteira, investigando todas as etapas dos processos de cessão/endorosso, liquidação, cobrança ordinária, cobrança extraordinária e outros que possam existir, é imprescindível para mitigação de risco. Em várias atividades desses processos, riscos existem. Entretanto, ao contrário de uma tradicional operação corporativa com cessão fiduciária de recebíveis, por exemplo, que foi utilizada em alguns dos casos descritos, o FIDC pode oferecer meios mais efetivos para controle em alta frequência da carteira. A menos que haja não somente displicência, mas desrespeito aos devedores fiduciários e regulatórios por parte dos prestadores de serviço do fundo, é difícil imaginar uma situação similar àquela vista no caso da HPS/Carriox ocorrendo dentro de um fundo.

Nesse contexto, os critérios de elegibilidade compõem uma segunda camada. Em um FIDC corretamente desenhado, nenhum direito creditório ingressa no portfólio sem passar por filtros objetivos previamente definidos no regulamento e nos documentos acessórios da operação. Esses filtros costumam abranger, entre outros pontos, prazo máximo, concentração por cedente e sacado, adimplência mínima, existência de documentação comprobatória, ausência de disputa ou compensação, regularidade fiscal e societária das contrapartes, limites por produto e aderência a parâmetros de *score* ou *rating* interno. A utilidade desses critérios está em impedir que a carteira seja contaminada, desde a origem, por ativos que já nascem fora do apetite de risco da estrutura. Novamente, são filtros que, se tivessem sido aplicados aos casos citados, talvez pudessem ter impedido as perdas registradas de se concretizarem.

Em complemento, os critérios de elegibilidade são relevantes porque sua observância não é opcional do ponto de vista fiduciário e regulatório. Em FIDCs, cabe ao gestor verificar que os ativos adquiridos atendem aos parâmetros definidos para a carteira. Isso é importante porque desloca a análise de elegibilidade de um plano meramente comercial para um plano de responsabilidade efetiva. O gestor não deve apenas confiar que o originador entregará ativos aderentes; ele deve ter processo, documentação e trilha de verificação que lhe permitam demonstrar que o crédito comprado era, de fato, elegível no momento da cessão.

É interessante notar também que alguns dos problemas descritos advêm da má formalização da cessão de recebíveis. Idealmente, a menos que haja conforto com coobrigação e cláusulas de regresso contra o cedente, que expõem a transação ao risco de crédito dessa contraparte, FIDCs devem operar, via de regra, com a chamada *cessão perfeita* de direitos creditórios. Trata-se da cessão devidamente formalizada, eficaz perante o devedor e oponível a terceiros. Nesse modelo, busca-se assegurar que a titularidade do direito creditório tenha sido efetivamente transferida ao fundo, com documentação completa, formalização adequada, segregação do fluxo financeiro (com trava bancária) e ciência (notificação) inequívoca do sacado, objetivando minimizar as chances de questionamentos posteriores. Ademais, quando possível, assegura-se que o direito creditório antecipado seja um título executivo, como uma duplicata (observados os requisitos legais de exigibilidade e execução), que permita ao cessionário se desvincular, em grande medida, do risco do cedente.

Nos casos descritos, a severidade da perda decorreu precisamente da dificuldade de provar a unicidade da garantia e de controlar o caminho do dinheiro. Em estruturas mal formatadas, o mesmo recebível pode ser reapresentado a múltiplos financiadores, os fluxos podem passar por contas do originador e a validação do lastro pode depender excessivamente da própria contraparte interessada na cessão. Já em um FIDC robusto, o registro individual dos créditos, a existência de identificadores únicos, as conciliações entre

contrato, nota fiscal, borderô, boleto e evento de liquidação, além da segregação da arrecadação, tornam razoavelmente mais complexa a ocorrência silenciosa de dupla cessão ou desvio operacional.

Concomitantemente, a capacidade de monitoramento e de rápida resposta também constitui uma camada de defesa importante. Em certos casos estudados, verificou-se um atraso substancial entre a deterioração do risco de crédito e a sua constatação. Garantias eram acompanhadas à distância, com baixa frequência, concebendo um terreno fértil para fraudes. Em um FIDC, há diversos meios para implementação de controles para captura, em alta frequência, de sinais de fraudes. Quando a esteira está sob total domínio do gestor, com dados e informações fluindo adequadamente e sendo providos por partes independentes, sem manipulação por partes interessadas, vários indicadores podem ser desenvolvidos para esse fim, mensurando taxas de recompra, índices de arrecadação, taxas de pré-pagamento, renegociações, atraso na entrega da documentação comprobatória e recorrência de exceções operacionais. Em conjunto, esses e outros indicadores podem antecipar problemas na estrutura e permitir o desmonte acelerado mediante liquidação do fundo.

Adicionalmente, a estrutura pode prever gatilhos automáticos de proteção (*covenants*), com desempenho definido pelos sistemas de monitoramento integrados à esteira. Para fins de ilustração, caso a inadimplência suba, a subordinação encolha, a elegibilidade deixe de ser atendida e/ou os níveis de arrecadação caiam, o FIDC pode prever a suspensão da aquisição de direitos creditórios, redirecionar recebimentos para amortização das cotas seniores (regime de amortização sequencial), cessar amortizações extraordinárias aos subordinados, exigir reforço de crédito, substituir o *servicer* ou, numa situação extrema, até liquidar antecipadamente o fundo. Para além da proteção conferida pelos gatilhos, há, também, um efeito disciplinador sobre o originador, que fica ciente do risco de descontinuidade da estrutura em caso de deterioração da qualidade do portfólio.

Em suma, os *defaults* escrutinados mostram que uma operação de crédito mal desenhada compromete a excussão de garantias precisamente em cenários adversos, quando a probabilidade de haver necessidade de excuti-las é maior. O mérito de um FIDC bem estruturado está não somente em afastar esse risco, mas, também, em assegurar um sistema de monitoramento e controle que permita reações rápidas diante de deteriorações. Ao combinar *underwriting* rigoroso, critérios de elegibilidade efetivamente verificados, registro e rastreabilidade dos ativos, cessão de direitos creditórios bem formalizada, segregação de caixa, monitoramento contínuo e gatilhos de reação, a estrutura reduz o espaço para fraudes e deteriorações silenciosas. Inquestionavelmente, a principal proteção do investidor continua residindo na disciplina de alocação e no crivo de crédito. Entretanto, no FIDC, quando riscos se materializam, esses podem ser percebidos com maior velocidade e medidas tempestivas podem ser adotadas.

## 5. Performance dos Fundos sob Gestão

Relativamente ao desempenho dos fundos no mês, o panorama está descrito nas próximas subseções.

### Bravo

No mês, o fundo apresentou retorno equivalente a 127% do CDI, ou CDI + 3,8% a.a., aproximadamente. Na janela de 12 meses, o desempenho atingiu 127% do CDI, ou CDI + 3,5% a.a. Prosseguimos com a alocação de capital em esteiras novas, contemplando estratégias de consignado privado, receita garantia para condomínios e empréstimo pessoal. O portfólio encerrou o período com carregamento bruto de CDI + 6,1% a.a. e *duration* de 1,7 ano.

### Alpha

No mês, o fundo apresentou retorno equivalente a 117% do CDI, ou CDI + 2,4% a.a., aproximadamente. Na janela de 12 meses, o desempenho atingiu 117% do CDI, ou CDI + 2,2% a.a. Consistentemente com os meses anteriores, todos os ativos da carteira contribuíram positivamente para esse resultado, sem detratores. Continuamos alocando primordialmente novos FIDCs de origem proprietária, usufruindo de nossas esteiras de fundos de empréstimo pessoal, consignado privado e receita garantida para condomínios que estão em fase de chamada de capital. Cabe salientar que o fundo não tem exposição a emissores corporativos de debêntures líquidas, estando imune à volatilidade atual do mercado secundário.

Nosso cenário de alocação se tornou marginalmente mais conservador. A guerra no Irã acarretou forte reprecificação nas curvas de juros e outras variáveis macroeconômicas, com impacto negativo direto sobre as empresas e as famílias, que já sofriam com a Selic elevada. Portanto, é uma conjuntura que demanda cautela. Visando resiliência, o portfólio continua altamente diversificado, com mais de 50 ativos, e priorizando FIDCs de carteiras pulverizadas combinando elevado excesso de *spread* e confortável subordinação. Encerramos o mês com carregamento bruto de CDI + 4,2% a.a. e *duration* de 1,6 ano.

## Charlie Prev

No mês, o fundo apresentou retorno equivalente a 110% do CDI, ou CDI + 1,4% a.a., aproximadamente. Na janela de 12 meses, o desempenho atingiu 109% do CDI, ou CDI + 1,1% a.a. O período foi caracterizado por intensa volatilidade no mercado secundário de debêntures, impulsionada pela deterioração do risco de crédito de várias empresas locais. Resultados fracos de Hapvida, Assaí e outros emissores foram catalizadores de uma abertura de *spreads* generalizada, estimada em 30 bps, aproximadamente. Com baixa *duration* e reduzida exposição a crédito líquido, nosso portfólio demonstrou resiliência, pouco sofrendo nesse ambiente e, assim, mantendo retornos saudáveis.

No que tange à alocação e ao cenário, a elevação de incertezas e da volatilidade exige que o portfólio permaneça com *duration* reduzida e majoritariamente alocado em letras financeiras e produtos estruturados. Vale enfatizar que esse posicionamento é também um reflexo da maior turbulência macroeconômica derivada da guerra no Irã. Nesse contexto, preservação de liquidez será fundamental, pois julgamos que, no curto prazo, caso essa abertura de *spreads* se intensifique, boas oportunidades de alocação surgirão. Encerramos o mês com carregamento bruto de CDI + 1,9% a.a. e *duration* de 1,6 ano.

## Delta

Em linha com os meses anteriores, o portfólio sofreu pequenos ajustes visando à alocação do caixa resultante do serviço da dívida oriundo dos ativos investidos. Encerrou o período plenamente otimizado, com caixa próximo do patamar mínimo e carregamento bruto de CDI + 5,5% a.a., suficiente para honrar o retorno-alvo de sua cota sênior, equivalente a CDI + 3,0% a.a. A carteira permanece saudável, sem qualquer sinal de deterioração.

## 6. Retorno Mensal dos Fundos de Crédito da Polígono<sup>1</sup>:

### Bravo FIC FIDC:

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	YTD	Acumulado
2024	Fundo	-	-	-	1.09%	1.00%	0.78%	0.87%	0.91%	1.08%	1.24%	1.13%	1.29%	9.79%	9.79%
	CDI	-	-	-	0.85%	0.83%	0.79%	0.91%	0.87%	0.83%	0.93%	0.79%	0.93%	7.99%	7.99%
	%CDI	-	-	-	129%	120%	99%	96%	105%	130%	133%	142%	139%	122%	122%
	CDI + a.a.	-	-	-	2.97%	2.03%	-0.13%	-0.35%	0.47%	3.00%	3.39%	4.49%	4.36%	2.20%	2.20%
2025	Fundo	1.38%	1.31%	1.26%	1.37%	1.45%	1.40%	1.62%	1.48%	1.43%	1.55%	1.31%	1.53%	18.48%	30.08%
	CDI	1.01%	0.99%	0.96%	1.06%	1.14%	1.10%	1.28%	1.16%	1.22%	1.28%	1.05%	1.22%	14.31%	23.45%
	%CDI	137%	133%	131%	130%	127%	128%	127%	127%	117%	121%	124%	126%	129%	128%
	CDI + a.a.	4.29%	4.13%	4.01%	4.01%	3.76%	3.86%	3.74%	3.77%	2.36%	2.96%	3.41%	3.59%	3.64%	3.02%
2026	Fundo	1.47%	1.24%	1.55%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.32%	35.69%
	CDI	1.16%	1.00%	1.21%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.41%	27.66%
	%CDI	127%	124%	127%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	127%	129%
	CDI + a.a.	3.72%	3.43%	3.83%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.67%	3.10%

Data base: 31-03-2026. Início do fundo em 28/03/2024. O PL do fundo nesta data é de R\$ 941.5 milhões, e o PL médio dos últimos 12 meses é de R\$ 797.6 milhões.

Taxa de administração: 0.08% a.a. com mínimo mensal de R\$ 5,000.00; Taxa de custódia: 0.00% a.a.; Taxa de gestão: 1.42% a.a.; Taxa de performance: 15.00% sobre o que exceder o CDI.

O público alvo do fundo é de investidores profissionais.

### Alpha FIC FIDC:

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	YTD	Acumulado
2024	Fundo	-	-	-	0.96%	0.94%	0.84%	0.98%	0.86%	0.89%	1.21%	1.03%	1.21%	9.29%	9.29%
	CDI	-	-	-	0.85%	0.83%	0.79%	0.91%	0.87%	0.83%	0.93%	0.79%	0.93%	7.99%	7.99%
	%CDI	-	-	-	113%	113%	107%	108%	99%	107%	130%	130%	131%	116%	116%
	CDI + a.a.	-	-	-	1.37%	1.33%	0.64%	0.76%	-0.14%	0.72%	3.09%	3.20%	3.47%	1.58%	1.58%
2025	Fundo	1.28%	1.21%	1.18%	1.29%	1.32%	1.31%	1.49%	1.34%	1.41%	1.47%	1.18%	1.38%	17.07%	27.94%
	CDI	1.01%	0.99%	0.96%	1.06%	1.14%	1.10%	1.28%	1.16%	1.22%	1.28%	1.05%	1.22%	14.31%	23.45%
	%CDI	127%	123%	123%	122%	116%	120%	117%	115%	115%	115%	112%	113%	119%	119%
	CDI + a.a.	3.08%	2.87%	2.99%	2.92%	2.21%	2.71%	2.34%	2.16%	2.12%	2.14%	1.68%	1.79%	2.41%	2.05%
2026	Fundo	1.34%	1.15%	1.42%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.97%	33.02%
	CDI	1.16%	1.00%	1.21%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.41%	27.66%
	%CDI	115%	116%	117%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	116%	119%
	CDI + a.a.	2.15%	2.19%	2.36%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.24%	2.07%

Data base: 31-03-2026. Início do fundo em 28/03/2024. O PL do fundo nesta data é de R\$ 510.8 milhões, e o PL médio dos últimos 12 meses é de R\$ 275.5 milhões.

Taxa de administração: 0.08% a.a. com mínimo mensal de R\$ 5,000.00; Taxa de custódia: 0.00% a.a.; Taxa de gestão: 1.07% a.a.; Taxa de performance: 15.00% sobre o que exceder o CDI.

O público alvo do fundo é de investidores qualificados.

### Charlie Prev FIF:

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	YTD	Acumulado
2024	Fundo	-	-	-	-	-	0.00%	0.65%	0.81%	0.86%	0.76%	0.81%	0.26%	4.23%	4.23%
	CDI	-	-	-	-	-	-	0.91%	0.87%	0.83%	0.93%	0.79%	0.93%	5.37%	5.37%
	%CDI	-	-	-	-	-	-	71%	93%	103%	82%	103%	28%	79%	79%
	CDI + a.a.	-	-	-	-	-	-	-2.77%	-0.65%	0.32%	-1.82%	0.31%	-7.64%	-2.11%	-2.11%
2025	Fundo	1.13%	1.09%	1.04%	1.15%	1.24%	1.20%	1.40%	1.15%	1.33%	1.31%	1.11%	1.35%	15.50%	20.38%
	CDI	1.01%	0.99%	0.96%	1.06%	1.14%	1.10%	1.28%	1.16%	1.22%	1.28%	1.05%	1.22%	14.31%	20.45%
	%CDI	112%	110%	108%	109%	109%	109%	110%	99%	109%	103%	105%	111%	108%	100%
	CDI + a.a.	1.40%	1.28%	0.99%	1.21%	1.29%	1.30%	1.32%	-0.14%	1.24%	0.38%	0.72%	1.47%	1.04%	-0.04%
2026	Fundo	1.30%	1.10%	1.34%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.78%	24.93%
	CDI	1.16%	1.00%	1.21%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.41%	24.56%
	%CDI	112%	110%	110%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	111%	101%
	CDI + a.a.	1.61%	1.40%	1.41%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.48%	0.17%

Data base: 31-03-2026. Início do fundo em 25/06/2024. O PL do fundo nesta data é de R\$ 118.0 milhões, e o PL médio dos últimos 12 meses é de R\$ 54.3 milhões.

Taxa de administração: 0.05% a.a. com mínimo mensal de R\$ 4,486.00; Taxa de custódia: 0.00% a.a.; Taxa de gestão: 0.50% a.a.; Taxa de performance: 0.00% sobre o que exceder o CDI.

O público alvo do fundo é de investidores profissionais.

**Delta FIDC:**

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	YTD	Acumulado
2025	Fundo	-	-	-	-	-	-	1.41%	1.48%	1.55%	1.28%	1.48%	7.41%	7.41%
	CDI	-	-	-	-	-	-	1.16%	1.22%	1.28%	1.05%	1.22%	6.07%	6.07%
	%CDI	-	-	-	-	-	-	121%	121%	121%	122%	121%	122%	122%
	CDI + a.a.	-	-	-	-	-	-	2.96%	2.98%	3.01%	3.02%	2.98%	2.99%	2.99%
2026	Fundo	1.41%	1.21%	1.47%	-	-	-	-	-	-	-	-	4.15%	11.88%
	CDI	1.16%	1.00%	1.21%	-	-	-	-	-	-	-	-	3.41%	9.69%
	%CDI	121%	121%	122%	-	-	-	-	-	-	-	-	122%	123%
	CDI + a.a.	3.00%	3.00%	3.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	3.00%	3.00%

Data base: 31-03-2026. Início do fundo em 01/07/2025. O PL do fundo nesta data é de R\$ 341.0 milhões, e o PL médio dos últimos 12 meses é de R\$ 328.8 milhões.

Taxa de administração: 0.15% a.a. com mínimo mensal de R\$ 10,000.00; Taxa de custódia: 0.00% a.a.; Taxa de gestão: 0.90% a.a.; Taxa de performance: 0.00% sobre o que exceder o CDI.

O público alvo do fundo é de investidores qualificados.



## CAPITAL

Este material foi elaborado pela Polígono, na qualidade de Gestora dos fundos mencionados, com finalidade exclusivamente informativa. A Polígono não comercializa e nem distribui cotas de fundos de investimentos. Fundos não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Ao investidor, é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento dos fundos ao aplicar seus recursos. Leia o prospecto, caso aplicável, a lâmina e o regulamento antes de investir. **A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA E A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LIQUIDA DE IMPOSTOS.** Não há garantia de que os fundos mencionados neste material terão o tratamento tributário do Regime Específico dos Fundos Não Sujeitos à Tributação Periódica. O presente material não constitui oferta e/ou recomendação e/ou solicitação para subscrição ou compra de quaisquer valores mobiliários. As informações aqui contidas refletem o atual julgamento da Polígono na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. As projeções utilizam dados históricos e suposições, de forma que (i) não estão livres de erros; (ii) não é possível garantir que os cenários obtidos venham efetivamente a ocorrer; (iii) não configuram, em nenhuma hipótese, promessa ou garantia de retorno esperado nem de exposição máxima de perda; e (iv) não devem ser utilizadas para embasar nenhum procedimento administrativo perante órgãos fiscalizadores ou reguladores. A Polígono não declara ou garante, de forma expressa ou implícita, a integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização desse material e de seu conteúdo. Este material apresenta informações resumidas e não é um documento completo, de modo que os investidores devem ler o regulamento e demais documentos legais dos fundos antes de investir. Os fundos de crédito privado estão sujeitos a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos dos fundos. Os regulamentos estão disponíveis no link na rede mundial de computadores no website da CVM: <https://web.cvm.gov.br/app/fundosweb/#/consultaPublica>.