

RELATÓRIO ESPECIAL

CRÉDITO ESTRUTURADO SPECIAL SITUATIONS



NOVAS FRONTEIRAS DO INVESTIMENTO NO BRASIL

o5i
CAPITAL

Setembro
2026

INTRODUÇÃO

O mercado brasileiro de crédito atravessa um período de transição que favorece estruturas mais sofisticadas de financiamento. Com o sistema bancário operando de forma seletiva e o custo do capital em patamar elevado, empresas passaram a buscar soluções alternativas para refinar passivos, alongar prazos e preservar liquidez. Esse movimento tem ampliado o espaço para operações estruturadas e negociações fora do crédito tradicional.

Nesse contexto, crédito estruturado e estratégias de *special situations* ganham relevância ao oferecerem soluções sob medida, com maior flexibilidade contratual, garantias diferenciadas e mecanismos de proteção ao investidor. A combinação entre necessidade de capital por parte dos tomadores e maior poder de barganha dos investidores cria um ambiente propício para estruturas que priorizam retorno ajustado ao risco e preservação de capital.

O objetivo deste relatório é explorar esse cenário e analisar como o crédito estruturado e as estratégias de *special situations* se posicionam como alternativas eficientes no contexto atual, destacando os fatores que sustentam sua atratividade e seu papel na construção de carteiras mais resilientes.

CRÉDITO ESTRUTURADO

O primeiro semestre de 2026 reforçou uma transformação que já vinha se consolidando no mercado de crédito brasileiro: o mercado de capitais assumiu um papel cada vez mais relevante no financiamento da economia, ampliando sua capacidade de oferecer soluções para empresas de diferentes portes e setores.

As ofertas no mercado de capitais alcançaram R\$ 361,8 bilhões no período, maior volume já registrado para um primeiro semestre na série histórica da ANBIMA e crescimento de 9,8% em relação ao mesmo período de 2025. A renda fixa permaneceu como principal fonte de financiamento, respondendo por R\$ 288,8 bilhões das emissões.¹

Por trás dos números agregados, entretanto, o comportamento entre os diferentes instrumentos foi bastante distinto. Enquanto as emissões de debêntures recuaram em relação ao primeiro semestre de 2025, os FIDCs mantiveram trajetória de expansão e alcançaram R\$ 53,1 bilhões em ofertas distribuídas em 559 operações.

Essa dinâmica reforça uma mudança estrutural no mercado brasileiro. O crédito deixa gradualmente de ser uma classe concentrada em instrumentos corporativos tradicionais e passa a incorporar estruturas cada vez mais especializadas, capazes de financiar diferentes tipos de risco, fluxos e tomadores.

¹ Fonte: ANBIMA – Boletim de Mercado de Capitais

Ao mesmo tempo, a expansão do mercado aumenta a importância da seleção. Em um ambiente de juros ainda elevados e abundância de recursos direcionados à renda fixa, o desafio do investidor não é simplesmente encontrar retorno nominal elevado, mas identificar estruturas em que o prêmio recebido seja compatível com os riscos de crédito, liquidez e estrutura assumidos.



O mercado de crédito brasileiro passou, nos últimos anos, por uma transformação estrutural. A combinação entre maior seletividade do sistema bancário, mudanças regulatórias e crescimento do mercado de capitais deslocou de forma significativa o risco de crédito dos balanços dos bancos para estruturas financiadas diretamente por investidores.

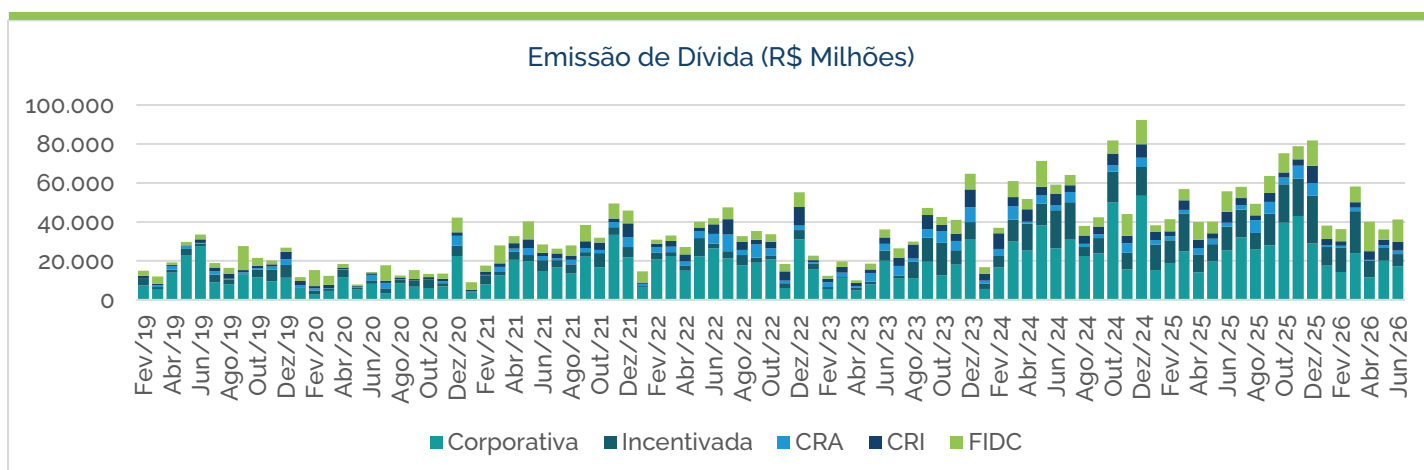
O recorde de emissões observado no primeiro semestre esconde comportamentos bastante distintos entre os instrumentos de crédito.

As debêntures permaneceram como principal fonte de financiamento corporativo no mercado de capitais, mas apresentaram redução no volume emitido em relação ao mesmo período de 2025. CRIs e CRAs também registraram retração.

Os FIDCs seguiram trajetória distinta. As ofertas alcançaram R\$ 53,1 bilhões no semestre, consolidando o instrumento como um dos principais canais de expansão do crédito estruturado no país.

Mais do que uma mudança na composição das emissões, esse movimento evidencia a crescente especialização do mercado brasileiro de crédito. Diferentemente de uma emissão corporativa tradicional, o FIDC permite estruturar o financiamento a partir do comportamento de uma carteira de ativos, incorporando mecanismos como subordinação, critérios de elegibilidade, limites de concentração, *overcollateral*, *triggers* e regras de amortização.

Essa flexibilidade permite financiar riscos que nem sempre encontram uma solução eficiente no mercado bancário ou no mercado tradicional de dívida corporativa, ampliando o universo de oportunidades disponíveis aos investidores.



Fonte: ANBIMA – Mercado de Capitais

MUITO CARREGO, POUCO PRÊMIO?

O elevado nível das taxas de juros continua exercendo forte influência sobre a alocação dos investidores brasileiros. No primeiro semestre de 2026, os fundos de investimento registraram captação líquida de R\$ 184,7 bilhões, com a renda fixa concentrando R\$ 108,4 bilhões desse volume.²

O movimento reforça uma característica importante do ciclo atual. Embora juros elevados aumentem o retorno nominal das carteiras, eles também direcionam volumes expressivos de capital para estratégias de crédito. A maior competição por ativos pode comprimir o prêmio exigido pelo investidor, mesmo quando os riscos fundamentais dos emissores não apresentam melhora equivalente.

Nesse ambiente, taxa elevada não deve ser confundida com prêmio de risco elevado. Uma operação remunerada a CDI acrescido de determinado spread pode apresentar retorno nominal atrativo e, ainda assim, oferecer uma relação risco-retorno pouco favorável caso o spread adicional não remunere adequadamente riscos de crédito, liquidez, duration e recuperação.

É justamente nessa diferença entre carregos e prêmio de risco que o crédito estruturado pode encontrar espaço. Estruturas originadas bilateralmente ou destinadas a nichos menos disputados permitem negociar não apenas taxa, mas também garantias, subordinação, covenants, fluxo de amortização e mecanismos de proteção.

O diferencial deixa, portanto, de estar apenas na taxa contratada e passa a estar na forma como o risco é construído.

FIDCs: CRESCIMENTO E MATURIDADE

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) seguem ampliando sua relevância no mercado de capitais brasileiro. Mais do que o crescimento do patrimônio da indústria, a evolução recente evidencia uma mudança no papel desempenhado por esses veículos, que passaram a ocupar espaço cada vez mais relevante na intermediação de crédito e no financiamento de empresas e consumidores.

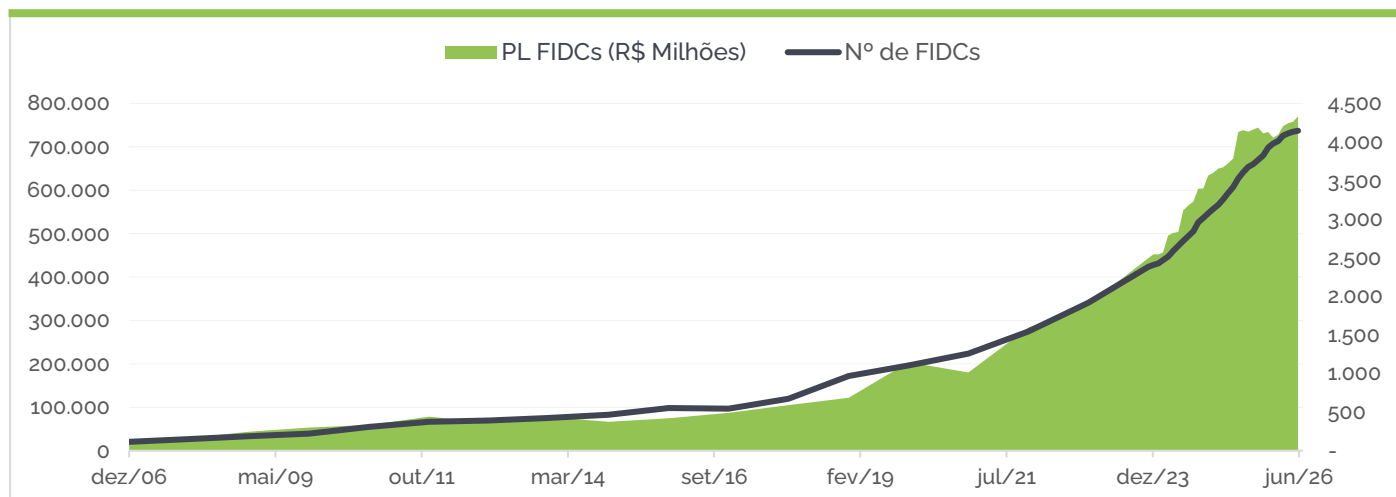
A flexibilidade dos FIDCs permite transformar diferentes fluxos financeiros em ativos investíveis, abrangendo desde recebíveis comerciais e financeiros até operações de crédito ao consumidor, agronegócio, infraestrutura e outras modalidades de financiamento. Essa capacidade amplia o universo de tomadores atendidos pelo mercado de capitais e cria alternativas de *funding* para empresas que, por porte, setor ou características específicas de seus ativos, nem sempre encontram condições eficientes nos canais tradicionais.

Ao mesmo tempo, a estrutura dos FIDCs permite segmentar e distribuir o risco entre diferentes classes de investidores. Mecanismos como subordinação, excesso de cobertura, critérios de elegibilidade, limites de

² Fonte: ANBIMA – Boletim de Fundos de Investimento

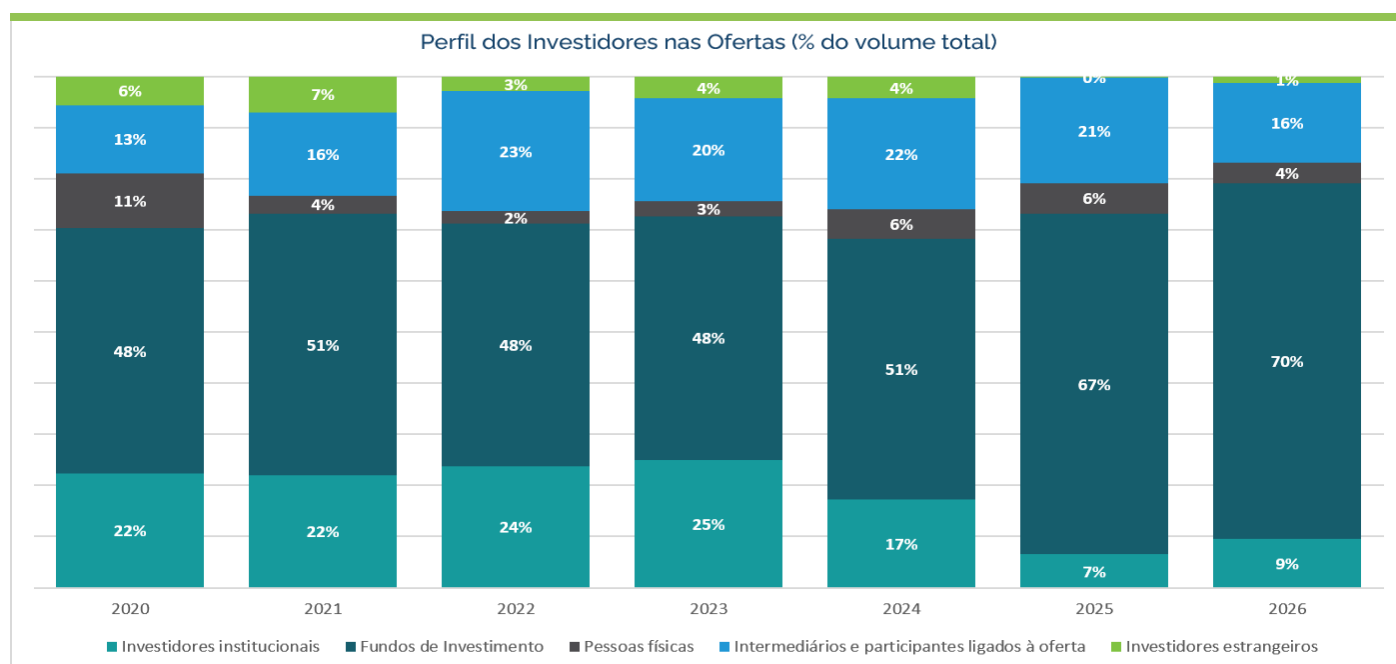
concentração, contas reserva e triggers de proteção possibilitam construir estruturas com diferentes níveis de risco e retorno a partir de uma mesma carteira de ativos.

O crescimento observado nos últimos anos, portanto, representa mais do que a expansão de uma categoria de fundos. Os FIDCs vêm se consolidando como uma verdadeira infraestrutura privada de crédito, aproximando originadores, empresas e investidores e permitindo que uma parcela crescente do financiamento da economia seja realizada diretamente pelo mercado de capitais.



Fonte: ANBIMA – Boletim de Fundos Estruturados / FIDCs.

Essa evolução, entretanto, traz consigo um novo desafio. À medida que a indústria cresce e novos participantes passam a disputar ativos, a qualidade da originação e das estruturas torna-se ainda mais relevante. O crescimento do mercado amplia o conjunto de oportunidades, mas também aumenta a importância da seleção, do acompanhamento das carteiras e da correta precificação dos riscos assumidos.



Fonte: ANBIMA – Mercado de Capitais / FIDCs.

A composição da base de detentores dos FIDCs reforça esse movimento. Entre 2020 e 2026, a fatia detida por outros fundos de investimento saltou de 48% para 70% do volume total das ofertas, consolidando-se como o principal canal de acesso à classe, enquanto investidores institucionais, pessoas físicas e investidores estrangeiros perderam espaço relativo, caindo, respectivamente, de 22% para 9%, de 11% para 4% e de 6% para 1%.³ O movimento sugere uma crescente institucionalização do acesso aos FIDCs, em que cada vez mais o investidor final chega a essa classe de forma indireta, via outros fundos, o que reforça a importância da seleção criteriosa e da qualificação técnica dos gestores que atuam como porta de entrada destes investidores para o mercado.

QUANDO O CRÉDITO
ENTRA EM ESTRESSE,
ONDE ESTÁ A PROTEÇÃO
DO INVESTIDOR?

O ambiente de juros elevados por um período prolongado começou a produzir efeitos mais evidentes sobre o crédito corporativo brasileiro. O aumento das despesas financeiras, combinado à menor capacidade de refinanciamento de empresas mais alavancadas, colocou diferentes estruturas de capital sob pressão e trouxe novamente para o centro da discussão eventos de recuperação judicial e extrajudicial.

Os episódios recentes mostram que mesmo companhias de grande porte, com amplo acesso ao mercado de capitais, podem enfrentar situações de estresse relevantes. A Raízen protocolou, em março de 2026, pedido de recuperação extrajudicial para reestruturar seu endividamento financeiro. O plano posteriormente apresentado envolveu alternativas de alongamento, conversão de parte da dívida em participação acionária e novos aportes de capital. A Braskem, por sua vez, também recorreu à recuperação extrajudicial em agosto, buscando reestruturar aproximadamente US\$ 10,9 bilhões em dívidas financeiras quirografárias.

Mais do que casos isolados, esses eventos reforçam um princípio fundamental do investimento em crédito: a qualidade de uma operação não deve ser avaliada apenas pela probabilidade de o devedor permanecer adimplente, mas também pelo comportamento da estrutura caso o cenário originalmente projetado deixe de ocorrer.

É justamente nos momentos de deterioração que diferenças aparentemente secundárias entre instrumentos de crédito podem se tornar determinantes para o retorno do investidor. Senioridade, cronograma de amortização, *covenants*, garantias, controle sobre fluxos financeiros e mecanismos automáticos de proteção podem resultar em níveis muito distintos de exposição e recuperação do capital diante do mesmo evento de crédito.

No crédito corporativo tradicional, especialmente em estruturas com amortização concentrada no vencimento, parcela relevante do principal pode permanecer exposta ao emissor durante praticamente toda a vigência da

³ Fonte: ANBIMA - Boletim de Mercado de Capitais

operação. Caso a deterioração ocorra próxima ao vencimento, o investidor pode enfrentar o processo de renegociação com grande parte do capital originalmente investido exposto.

Operações estruturadas permitem, em determinadas situações, reduzir essa dependência. Amortizações periódicas, *cash sweeps*, contas vinculadas, cessões fiduciárias de recebíveis, limites de concentração e triggers podem antecipar a redução da exposição quando determinados indicadores se deterioram. O objetivo desses mecanismos não é impedir que um evento de crédito aconteça, mas limitar seu impacto sobre o capital investido.

A diferença pode ser compreendida a partir de três componentes fundamentais do risco de crédito: probabilidade de default (PD), exposição no momento do default (EAD) e perda em caso de default (LGD). Uma boa estrutura não necessariamente reduz a probabilidade de default do tomador. Seu valor pode estar em reduzir quanto capital estará exposto quando o default ocorrer e quanto será efetivamente perdido após as recuperações.

COMPONENTE	O QUE MEDE	ONDE A ESTRUTURA PODE ATUAR
PD	Probabilidade de default	Qualidade do crédito, originação e <i>underwriting</i>
EAD	Exposição no momento do default	Amortização, <i>cash sweep</i> e <i>triggers</i>
LGD	Perda após as recuperações	Garantias, senioridade e subordinação

$$\text{Perda Esperada} = \text{PD} \times \text{EAD} \times \text{LGD}$$

Uma operação com amortização, por exemplo, pode chegar a um eventual processo de reestruturação com parcela relevante do principal já devolvida ao investidor. Da mesma forma, garantias corretamente constituídas e fluxos de recebíveis segregados podem oferecer fontes adicionais de recuperação. Subordinação, quando existente e adequadamente dimensionada, pode absorver parte das perdas antes que determinadas classes de investidores sejam afetadas.

É importante destacar, entretanto, que crédito estruturado não é sinônimo de ausência de risco. A efetividade dessas proteções depende da qualidade dos ativos, da documentação jurídica, da constituição e exequibilidade das garantias, do comportamento dos fluxos de caixa e da capacidade de monitoramento e intervenção ao longo da operação. Uma estrutura inadequada pode oferecer proteção significativamente inferior àquela sugerida por seus indicadores iniciais.

Os eventos recentes reforçam, portanto, que a análise de crédito não termina na avaliação da capacidade de pagamento do tomador. Em um ciclo mais desafiador, torna-se igualmente importante compreender quanto capital estará efetivamente exposto caso o cenário se deteriore, quais mecanismos poderão atuar antes do default e qual poderá ser a recuperação do investidor caso ele efetivamente ocorra.

Em crédito, o retorno é contratado na originação. A qualidade das proteções, entretanto, é revelada no estresse.

SPECIAL SITUATIONS

O mesmo ambiente que amplia o espaço do crédito estruturado — juros altos por período prolongado, sistema bancário seletivo e custo de refinanciamento elevado — produz, na outra ponta, uma segunda categoria de oportunidade. Nem toda empresa atravessa esse ciclo conseguindo contratar uma solução de crédito. Parte delas chega ao ponto em que o passivo já não pode ser pago nas condições originais, e é aí que começa o universo de *Special Situations*: por exemplo, uma companhia que perdeu a capacidade de honrar suas dívidas, um crédito que deixou de ser pago, um processo judicial que se arrasta há anos, um banco que precisa se desfazer de uma carteira inadimplente.

O que une operações tão diferentes entre si não é o setor da economia nem o tipo de instrumento, mas a razão pela qual o ativo chega ao mercado. Na maioria desses casos existe um vendedor que precisa vender um ativo: por necessidade de caixa, por exigência regulatória, por determinação judicial ou simplesmente porque não tem estrutura para administrar aquele ativo. Quando quem vende tem pressa e quem compra não tem, o preço tende a ficar abaixo do valor que o ativo ainda é capaz de gerar. É dessa diferença que vem o retorno da classe.

Essa assimetria não se traduz apenas em preço. Quem tem pressa para vender também tem pouca margem para impor condições, e isso desloca a negociação para o lado do comprador. O investidor passa a definir não só quanto paga, mas também a forma da operação: por exemplo, qual ativo adquirir dentro de um conjunto maior, em que estrutura jurídica a aquisição será feita, quais garantias serão constituídas, em que posição da ordem de recebimento a posição ficará e em que cronograma o pagamento ocorrerá. Duas propostas pelo mesmo ativo, ao mesmo preço, podem ter valores bastante diferentes dependendo de como forem desenhadas. Some-se a isso o fato de, em regra, o desconto ser travado na entrada, ou seja, no único momento da operação que o investidor controla integralmente, e, em face disso, boa parte do retorno deixa de depender de o cenário melhorar.

A CLASSE QUE ASSUMIU A LIDERANÇA

Até meados da década passada, *Special Situations* era uma classe pequena no Brasil. Havia poucas gestoras independentes dedicadas ao tema e a captação anual não alcançava R\$ 500 milhões. Em 2017 esse volume superou R\$ 1 bilhão pela primeira vez e, a partir de 2020, passou a somar pelo menos R\$ 4 bilhões por ano.

O indicador que melhor descreve o tamanho atual da classe é o capital disponível para investimento, também chamado de *dry powder*. Trata-se do dinheiro que os investidores já se comprometeram a aportar nos fundos e que ainda não foi aplicado em ativos: é o poder de compra

imediato da classe, já reservado e à espera de uma operação. Em 2016 esse volume era de aproximadamente R\$ 2 bilhões. Em 2023 havia chegado a R\$ 13,7 bilhões e, no primeiro trimestre de 2026, supera R\$ 17 bilhões. O número

de gestoras seguiu trajetória semelhante: eram 21 casas realizando investimentos em 2019, 45 em 2024 e mais de 70 no primeiro trimestre de 2026.

ANO	CAPITAL DISPONÍVEL PARA INVESTIMENTO (R\$ BILHÕES)	GESTORAS EM ATIVIDADE (Nº DE CASAS)
2016	2,0	—
2019	—	21
2023	13,7	—
2024	—	45
2025	13,4	51
1T26	mais de 17,0	mais de 70

Fonte: Spectra Investments – Relatório Trimestral 1T26. Cada linha corresponde a uma medição disponível.

Mais relevante do que a trajetória isolada da classe de *Special Situations* é a comparação com as demais classes de investimentos alternativos no Brasil. *Special Situations* é hoje a classe com maior capital disponível do país, com cerca de R\$ 17 bilhões, à frente de Private Equity, com R\$ 14 bilhões, e de venture capital, com R\$ 9 bilhões, segundo levantamento da Spectra Investments.

Esse cenário é recente e representa uma inversão. Até poucos anos atrás, Private Equity era a principal classe de alternativos no país: manteve capital disponível acima de R\$ 30 bilhões entre 2020 e 2023, impulsionado pela captação de fundos de grande porte. Hoje registra o menor volume dos últimos quinze anos, com o capital remanescente concentrado nas maiores gestoras do mercado. Venture capital atingiu seu pico em 2021, com mais de R\$ 11 bilhões levantados no ano, e vem desacelerando desde então, chegando, atualmente, no menor nível dos últimos sete anos. *Special Situations* percorreu o caminho inverso no mesmo período, saindo de uma parcela marginal do mercado para atingir, atualmente, a liderança dentro dos investimentos alternativos.

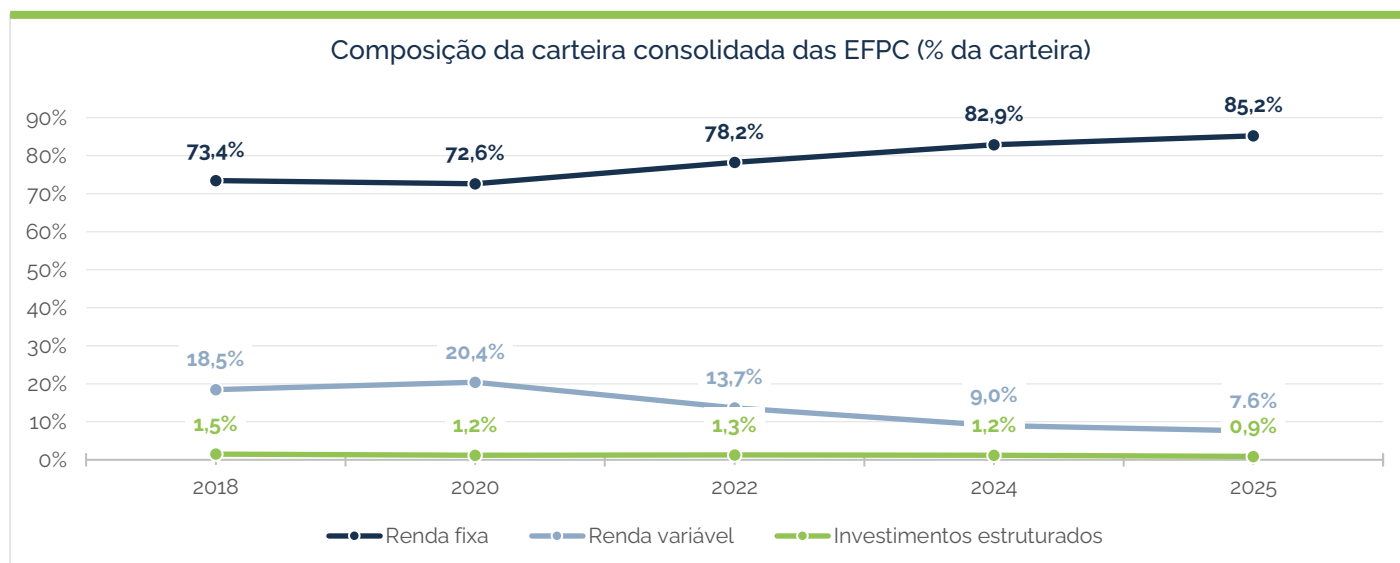
A liderança reflete, portanto, dois movimentos simultâneos: o crescimento da própria classe (*Special Situations*) e o recuo das outras duas classes que integram os investimentos alternativos. O que esse dado indica é apetite. O investidor profissional, que aloca em veículos fechados de longo prazo, passou a enxergar nas operações estressadas o potencial de uma relação entre risco e retorno mais assimétrica do que a observada nas classes tradicionais, nas quais o retorno depende, em grande medida, da valorização futura dos ativos ou de condições macroeconômicas sobre as quais não se tem controle.

O BRASIL NA CONTRAMÃO

Esse capital, entretanto, não vem do maior bloco de recursos do país. Enquanto o investidor institucional no exterior destina parcela relevante de sua carteira a ativos alternativos — no mínimo algo em torno de 20%, sendo 23% a média global — no Brasil essa fatia é de aproximadamente 1%.⁴

A comparação mais direta está nas entidades fechadas de previdência complementar (EFPC), que são os fundos de pensão, as quais representam o maior bloco de capital institucional brasileiro. Em dezembro de 2025, elas somavam R\$ 1,299 trilhão em carteira de investimentos. Desse total, apenas 0,9% estavam alocados em investimentos estruturados o equivalente a R\$ 11,85 bilhões. Em 2023, essa mesma alocação somava R\$ 16,53 bilhões, o que representa uma queda de 28,3% em pouco mais de dois anos.

O outro lado dessa mesma carteira ajuda a explicar o movimento. A renda fixa respondia por 85,2% dos recursos em dezembro de 2025, o maior nível de toda a série histórica. A carteira que atinge seu recorde em renda fixa é a mesma que registra o menor nível da série em investimentos estruturados.



Fonte: Abrapp – Consolidado Estatístico, dezembro de 2025. Investimentos estruturados incluem FIP, FIM e FIEE.

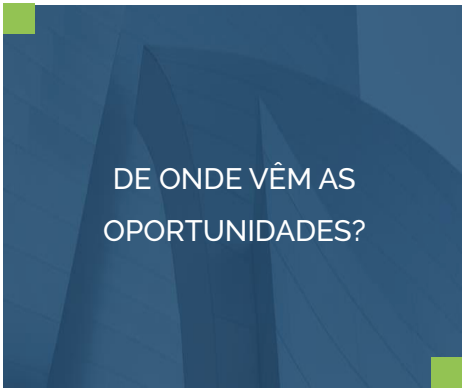
Há uma explicação objetiva para essa escolha. Com a Selic em 14,0% ao ano, conforme decisão do Copom de 5 de agosto de 2026, o título público oferece retorno acima da meta atuarial da maior parte dos planos de investimento sem imobilizar capital por anos e sem exigir exposição ao risco adicional. Para quem precisa cumprir uma meta com previsibilidade, a renda fixa funciona como porto seguro, e a decisão é compreensível.

Cabe uma ressalva sobre esses números. Fundos alternativos não divulgam integralmente a composição de seus ativos, e o veículo, por si só, não identifica a estratégia adotada. Um FIP pode abrigar tanto uma operação de Private Equity quanto uma de *Special Situations*, assim como um FIDC pode carregar tanto crédito performado quanto

⁴ Fonte: National Association of College and University Business Officers (NACUBO), 2025.

uma carteira estressada. Os percentuais acima medem o total alocado em alternativos, e não a divisão interna entre estratégias.

Feita a ressalva, o desenho geral não muda, e ele guarda um paradoxo. O mesmo ambiente de juros elevados que empurra o investidor institucional para a renda fixa é o que produz, do outro lado, a oferta de ativos em situação especial. Juros altos por período prolongado encarecem o refinanciamento das empresas, pressionam estruturas de capital montadas em outro cenário e ampliam o volume de situações de estresse. Na prática, o maior bloco de capital institucional do país vem reduzindo a exposição justamente à classe cuja oferta o próprio ciclo econômico está ampliando. Quem tem sustentado o crescimento de *Special Situations* é o investidor profissional, ainda pouco acompanhado pelo capital institucional local.



DE ONDE VÊM AS OPORTUNIDADES?

A classe é alimentada por um conjunto de fatores que atuam ao mesmo tempo, alguns ligados ao ciclo atual e outros estruturais do mercado brasileiro. Cabe descrever os principais.

Juros altos e acesso restrito ao crédito. Como tratado na primeira metade deste relatório, o sistema bancário opera de forma seletiva e o custo do capital permanece elevado. Empresas que antes rolavam suas dívidas com facilidade passam a encontrar portas fechadas ou condições que a operação simplesmente não comporta. A cada porta fechada, cresce o

número de companhias dispostas a negociar soluções fora do crédito convencional, com prazos, garantias e estruturas que um banco não ofereceria.

O passivo tomado no período de juros baixos. Entre 2020 e 2021, com a taxa básica em 2% ao ano e programas emergenciais de crédito em vigor, muitas empresas se financiaram a custo baixo e assumiram níveis de alavancagem calculados para aquele cenário. Esses passivos venceram ou estão vencendo agora, em um ambiente com juros em patamar muito superior. O refinanciamento, quando é possível, ocorre a um custo incompatível com a geração de caixa da operação. Disso decorrem duas frentes distintas de oportunidade: de um lado, fornecer crédito a taxas elevadas e com garantias robustas a empresas que precisam de recursos; de outro, adquirir participação em companhias que não conseguem sustentar o passivo que carregam e que buscam gestores com experiência para conduzir a reestruturação.

A limpeza dos balanços bancários. Bancos não podem carregar indefinidamente créditos sem horizonte de recuperação. Passado determinado tempo de inadimplência, esse crédito consome capital, exige provisões e ocupa estrutura de cobrança sem contrapartida. A saída usual é vender essas carteiras em lotes, ativos que o mercado chama de NPL, sigla em inglês para crédito não performado, ou seja, aquele que deixou de ser pago. O comprador adquire a carteira por uma fração do valor de face e monta uma operação própria de cobrança, renegociação ou execução judicial. O retorno vem da diferença entre o preço pago e o que efetivamente se recupera. Quanto mais apertado o ciclo de crédito, tende a ser maior a oferta desses lotes e melhores os preços de entrada.

O baixo custo de litigar no Brasil. No Brasil, a decisão de processar é assimétrica em favor de quem processa. O custo financeiro é apenas parte da equação, já que, em geral, há honorários iniciais e uma parcela condicionada ao êxito. O que pesa sobre o autor é a incerteza quanto ao resultado e a morosidade do Judiciário. É esse descasamento entre o reconhecimento do crédito e seu pagamento que cria o ativo judicial e, junto com ele, o vendedor: quem detém o crédito costuma ser justamente quem não pode esperar. O desconto, portanto, não mede apenas a qualidade do crédito. Ele também reflete a distância entre a taxa de quem precisa de liquidez hoje e a de quem pode carregar o ativo até o fim, somada à dificuldade técnica de precificar prazo, probabilidade de êxito, risco do devedor e, no caso de créditos contra a Fazenda, o risco de mudanças no regime de pagamento.

Os precatórios e as mudanças regulatórias. Precatórios são requisições de pagamento expedidas pelo Poder Judiciário para que entes públicos quitem obrigações decorrentes de condenações judiciais. Esses pagamentos seguem regras e prazos próprios e, em determinados casos, alterações regulatórias podem aumentar a incerteza quanto ao momento do recebimento. Como o credor original pode preferir antecipar o recebimento, ainda que mediante desconto, forma-se um mercado para investidores capazes de avaliar o prazo, a forma e os riscos associados ao pagamento.

Nenhum desses fatores depende de um evento isolado ou se resolve no curto prazo. Juntos, eles descrevem um ambiente em que empresas com dificuldade de refinanciamento, carteiras inadimplentes à venda e ativos sujeitos a disputas judiciais surgem de forma recorrente. As recuperações judiciais são uma das manifestações mais visíveis desse cenário, e é sobre elas que tratamos a seguir.



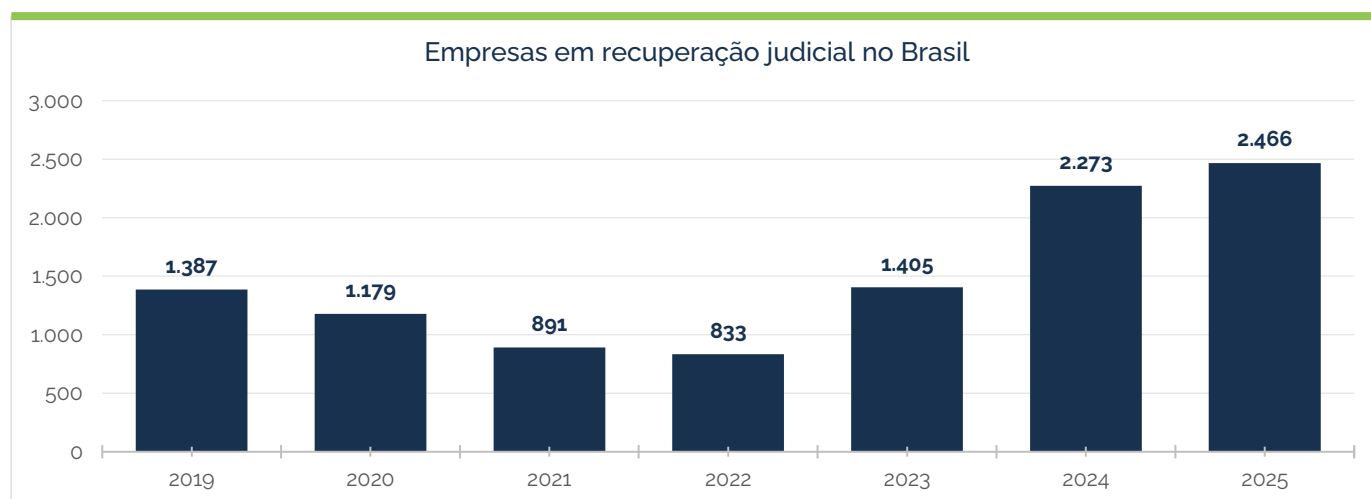
A recuperação judicial é o processo em que uma empresa em crise negocia, sob supervisão da Justiça e com proteção temporária contra cobranças, a reestruturação de suas dívidas com seus credores. Três características a distinguem de uma negociação privada. Ela é coletiva, porque os credores não negociam individualmente: são organizados em classes e a decisão da maioria vincula a minoria. É centralizada, porque o juízo da recuperação exerce papel central na condução do processo e na coordenação dos efeitos da reestruturação, observadas as exceções previstas em lei. E é supervisionada, com administrador judicial nomeado pelo juiz e controle sobre

o cumprimento do plano de recuperação judicial.

O regime está na Lei nº 11.101, de 2005, reformada pela Lei nº 14.112, de 2020. A reforma, dentre outros aspectos, (i) disciplinou o financiamento à empresa já em recuperação, conhecido como DIP *financing*, estabelecendo tratamento específico e maior proteção ao novo capital (arts. 69-A a 69-F da Lei nº 11.101/2005) (ii) permitiu que, em determinados casos, os credores apresentem um plano alternativo quando o plano do devedor é rejeitado; e (iii) ampliou os mecanismos de negociação e regularização do crédito tributário. O processo corre em quatro momentos: o deferimento do processamento da recuperação judicial, quando passam a produzir efeitos as

proteções previstas em lei; o período de blindagem, inicialmente de 180 dias e passível de prorrogação nas hipóteses legais, durante o qual determinados atos de cobrança e execução ficam suspensos; a apresentação, negociação e deliberação do plano de recuperação pelos credores; e o cumprimento das obrigações previstas no plano, sob supervisão judicial, cujo inadimplemento, nas hipóteses previstas em lei, pode levar à convalidação da recuperação em falência.

Os números recentes explicam por que o tema voltou ao centro da discussão. Entre 2019 e 2022, o número de empresas em recuperação judicial caiu de forma contínua, de 1.387 para 833, o menor volume do período. Essa queda coincidiu com condições excepcionais: programas emergenciais de crédito, suspensão de cobranças, moratórias bancárias e uma taxa básica de juros que chegou a 2% ao ano. Entretanto, o problema não havia desaparecido.



Fonte: Serasa Experian – Indicador de Falências e Recuperações Judiciais, data-base dezembro de 2025.

A partir de 2023, com a retirada dos estímulos e a normalização monetária em patamar elevado, a série sobe 68,7% em um único ano e outros 61,8% no ano seguinte. O volume de 2025, de 2.466 empresas, é 196% superior ao de 2022 e 78% superior ao de 2019, último ano antes do choque da pandemia, e é o maior número já registrado desde o início da medição. Para 2026, os dados mais recentes divulgados pela Serasa Experian, referentes a abril, indicam volume ainda em patamar elevado. O ano não está encerrado e o indicador é publicado com defasagem.

COMO O VALOR SE REDISTRIBUI?

Uma empresa em recuperação judicial não deixa de ter valor: deixa de tê-lo para a estrutura de capital que a financiou. Os ativos, em regra, seguem produzindo, os contratos seguem existindo e a marca segue valendo. O que se rompeu foi a relação entre o passivo acumulado e a capacidade de servi-lo. A reestruturação é, nesse sentido, um processo de redistribuição de valor entre as partes, e não de destruição integral dele: parte dos credores absorve a perda e parte captura o remanescente. É dessa mecânica que nascem as estratégias de Special Situations.

O retorno esperado nesse tipo de exposição remunera três prêmios distintos.

1. O prêmio de complexidade remunera nível de especialização e ao trabalho analítico exigidos para avaliar e estruturar operações que parte relevante dos investidores não está equipada para executar e é endereçado pela competência e capacidade da equipe.
2. O prêmio de iliquidez remunera o horizonte de longo prazo e a ausência de possibilidade de saída intermediária ao longo do processo, e é endereçado pelo casamento entre o prazo do veículo e o do ativo.
3. O prêmio de processo remunera o risco de que o desfecho dependa de decisões judiciais e do comportamento de terceiros. É o único dos três que não se resolve integralmente pela competência do gestor nem pela estrutura definida, apenas pode ser mitigado por diversificação e por margem de segurança no preço de entrada.

Isso explica por que a classe opera predominantemente em veículos fechados, com capital comprometido e chamadas de recursos conforme a oportunidade aparece. Ativos em reestruturação têm horizonte de resolução longo e não antecipável, de modo que a estrutura do veículo passa a fazer parte da execução da estratégia. O fundo fechado casa o prazo do passivo com o do ativo, evita que pedidos de resgate forcem a venda em momento desfavorável de preço, o que transferiria perda entre cotistas, e dá ao gestor liberdade para não investir enquanto os preços não convergirem.

Dentro dessa lógica, diferentes instrumentos permitem extrair valor. Os principais são os seguintes.

INSTRUMENTO	COMO FUNCIONA
Crédito com desconto no secundário	Compra-se de um credor original um crédito sujeito ao processo por fração do valor de face. O vendedor típico é o fornecedor que precisa de caixa ou o banco reduzindo exposição: a assimetria entre a necessidade de liquidez do vendedor e o horizonte de longo prazo do investidor é a origem do desconto.
Formação de bloco de voto	O investidor reúne créditos de vários credores de uma mesma classe até concentrar parcela relevante dela. Como a aprovação do plano depende de deliberação dos credores, observados os quóruns aplicáveis a cada classe, essa concentração amplia sua influência na negociação dos termos da reestruturação e, a depender da participação detida, conferir capacidade de bloquear a aprovação de um plano desfavorável.
DIP financing	A empresa precisa de capital de giro durante o processo e o mercado convencional, enquanto o acesso às fontes tradicionais de crédito tende a ser mais restrito. A lei confere proteção específica ao novo capital aportado nesse contexto, e a oportunidade para o investidor vem de spread, comissões e garantias negociadas especificamente para a operação.
Unidade Produtiva Isolada	Ativos são segregados e alienados no âmbito da recuperação judicial, sem sucessão do adquirente nas obrigações do devedor, observadas as condições previstas em lei. Para o investidor, a operação pode representar a oportunidade de adquirir ativos produtivos em condições atrativas; para a empresa, permite converter ativos em liquidez e direcionar recursos à reestruturação.
Loan-to-own	O investidor adquire a dívida com o objetivo de convertê-la em participação societária, passando da posição de credor à de sócio. A estratégia busca capturar o valor de empresas ou ativos operacionalmente viáveis, mas cuja estrutura de capital precisa ser reorganizada.

Posições fora do concurso	Créditos que, observadas as condições aplicáveis, não se sujeitam à recuperação, como, por exemplo, alienação fiduciária, cessões fiduciárias e créditos decorrentes de obrigações constituídas após o pedido de recuperação judicial. Essas posições tendem a apresentar uma recuperação mais previsível e menos dependente da tramitação do processo de recuperação judicial.
Créditos judiciais e precatórios	Categoria adjacente em que o retorno está associado principalmente ao desfecho, ao prazo e à execução do processo judicial, e não ao desempenho operacional da companhia. Cumprem função de carregamento descorrelacionado

Nesse sentido, a recuperação de uma posição em um processo de recuperação judicial é determinada por cinco fatores principais: (i) a estrutura jurídica da posição (ii) o mapa de credores; (iii) o valor de recuperação dos ativos considerando uma venda forçada (iv) o prazo de recuperação; e (v) o preço de entrada.

Entre esses fatores, o prazo pode alterar significativamente o retorno do investimento, já que processos de recuperação judicial podem levar anos. Uma recuperação de 40% recebida em sete anos, por exemplo, pode representar um valor presente inferior ao de uma recuperação de 20% recebida, por exemplo, em apenas dezoito meses.

Já o preço de entrada funciona como a principal margem de segurança da posição: quanto menor o preço pago em relação ao valor que pode ser recuperado, maior a proteção do investimento diante de desfechos que dependem de variáveis fora do controle do investidor.

CASO ILUSTRATIVO: O PEDIDO DO GRUPO CASAS BAHIA

Ao longo dos anos, diferentes processos de recuperação judicial envolvendo grandes empresas brasileiras evidenciaram a complexidade desse mecanismo e a dimensão que uma reestruturação pode alcançar. Entre os casos mais emblemáticos está Lojas Americanas, que entrou em recuperação judicial em 2023, com aproximadamente R\$ 43 bilhões em dívidas declaradas. A recuperação judicial envolve mais do que uma simples renegociação do passivo: exige a combinação de instrumentos financeiros, operacionais e de governança capazes de restabelecer uma estrutura de capital sustentável e permitir a continuidade das operações da empresa recuperanda.

Mais recentemente, o Grupo Casas Bahia protocolou, em 16 de agosto de 2026, pedido de recuperação judicial na 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo, declarando passivos de R\$ 17,3 bilhões distribuídos entre 19,4 mil credores quirografários. O processo ainda está em sua fase inicial, e a evolução do plano, das negociações com os credores e das medidas de reestruturação será determinante para definir os próximos passos da companhia.

Esses casos ajudam a ilustrar, na prática, por que a recuperação de um crédito, no contexto de uma recuperação judicial, não pode ser analisada apenas a partir do valor do seu passivo. A estrutura dos créditos, a qualidade e a liquidez dos ativos, a dinâmica entre as diferentes classes de credores e o tempo necessário para a monetização dos ativos são elementos que, em conjunto, determinam o resultado da recuperação.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesse contexto, crédito estruturado e *Special Situations* ganham relevância no mercado brasileiro diante do ambiente de juros elevados, maior seletividade do sistema bancário, pressão sobre estruturas de capital e crescimento das recuperações judiciais. Esse cenário amplia tanto a demanda por soluções alternativas de financiamento quanto a oferta de ativos em situação de estresse.

A atratividade dessas estratégias, entretanto, não está apenas na possibilidade de adquirir ativos com desconto, mas na capacidade de estruturar operações que combinem, dentre outros aspectos, preço de entrada, proteção jurídica, garantias, senioridade e potencial de recuperação.

Para o investidor, a análise deve considerar, dentre outros pontos, a relação entre preço, proteção e capacidade de recuperação, enquanto a estrutura de fundos fechados permite alinhar o prazo do capital ao horizonte de investimentos de longo prazo e baixa liquidez. Nesse ambiente, complexidade e iliquidez, quando acompanhadas de disciplina, diversificação e margem de segurança, podem se transformar em fontes de assimetria na relação risco retorno.

RELACIONAMENTO COM INVESTIDORES

Para compreender como os investimentos alternativos podem complementar a sua estratégia de alocação, entre em contato para agendar uma conversa com a nossa equipe.

ri@051capital.com

VINTAGE 2026

051 Special Situations IV

FUNDO ABERTO PARA APLICAÇÕES

Uma nova oportunidade de acesso à nossa estratégia em investimentos alternativos.

Fundo destinado exclusivamente a investidores profissionais.



www.051capital.com
contato@051capital.com
+55 (21) 3005-3721

R. RIACHUELO, 255, 1º ANDAR
TERESINA/PI

R. JARDIM BOTANICO, 657, SALA 201
RIO DE JANEIRO/RJ

AV. DR. NILO PEÇANHA, 2.825, SALA 503
PORTO ALEGRE/RS

Este documento foi elaborado pela 051 Capital e é meramente informativo. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor – FGC. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. Leia o formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir.

