

OUTLOOK

21 January 2025



Envie seus comentários

TABLE OF CONTENTS

Resumo	1
Os gestores de ativos buscam crescimento e retornos maiores	3
O ABF está migrando rapidamente para o crédito privado, estimulado por parcerias bancárias	5
O foco na expansão das oportunidades para investidores de varejo se intensificará	6
As seguradoras aprofundarão os laços com o crédito privado	7
A abordagem regulatória dos EUA deverá mudar no novo governo	8
Riscos de políticas, opacidade e concentração persistirão	9
Anexo	10

Contatos

Christina Padgett +1.212.553.4164
Associate Managing Director
christina.padgett@moody.com

Robert M. Callagy +1.212.553.4374
AMD - Financial Institutions
robert.callagy@moody.com

Fadi Abdel Massih, +1.212.553.0441
CFA
Associate Managing Director
fadi.massih@moody.com

Mimi Eng +1.212.553.7189
VP-Senior Analyst
mimi.eng@moody.com

Manoj Jethani +1.212.553.1048
VP-Sr Credit Officer
manoj.jethani@moody.com

Jian Hu +1.212.553.7855
MD-Structured Finance
jian.hu@moody.com

» Contacts continued on last page

Crédito privado — Global

Perspectiva 2025 — Potencial de crescimento à medida que LBOs ressurgem e oportunidades de ABF aceleram

Resumo

O tamanho e o escopo dos mercados globais de crédito privado continuarão a crescer rapidamente em 2025, estimulados por taxas de juros mais baixas, declínio do risco de inadimplência e força da atividade econômica, liderada pelos Estados Unidos (EUA) e Europa. Os ativos globais de crédito privado sob gestão ("AUM", em inglês) saltarão para US\$ 3 trilhões até 2028, refletindo um impulso maior do que nos últimos dois anos.

- » **Os gestores de ativos buscam crescimento e retornos maiores.** A concorrência prejudicou os retornos elevados dos empréstimos diretos, o que impulsionou os gestores de ativos alternativos a buscarem novas oportunidades de crescimento, como o mercado de financiamento baseado em ativos ("ABF", em inglês) e o crédito privado com grau de investimento, à medida que as seguradoras buscam rendimentos mais altos.
- » **O crescimento do ABF será impulsionado por parcerias bancárias.** Embora os empréstimos diretos representem a maior parte da atividade de crédito privado dos gestores de ativos alternativos, o ABF ganhou importância à medida que os bancos se afastam de exposições mais arriscadas. Isso ocorre especialmente nos casos em que eles podem aliviar os requisitos de capital baseado em risco. Esperamos que esse ímpeto continue.
- » **O foco nas oportunidades para investidores de varejo se intensificará.** Os AUMs de dívida privada de varejo estão ganhando força e, embora correspondam ainda a menos de 20% do total da dívida privada sob gestão, estão crescendo mais rapidamente do que o AUM institucional. Para acessar essa nova base, os gestores de ativos estão chegando ao mercado com fundos *evergreen*, enquanto alguns estão lançando os primeiros fundos de índice ("ETFs", em inglês) de crédito privado negociados em bolsa.
- » **As seguradoras aprofundarão os laços com o crédito privado.** As sinergias entre seguradoras e gestores de ativos alternativos crescerão, mas será essencial monitorar os riscos, especialmente aqueles de gestão de descasamento de ativos e passivos ("ALM", em inglês).

Este relatório é uma tradução de [Private Credit — Global:2025 Outlook – Primed for growth as LBOs revive, ABF opportunities accelerate](#) publicado em 21 Janeiro 2025.

- » **A abordagem regulatória dos EUA provavelmente mudará sob o novo governo.** A abordagem regulatória dos EUA em relação ao mercado de crédito privado do país provavelmente mudará durante o segundo governo Trump, à medida que as prioridades passarem de uma ênfase em aprimoração de requisitos de divulgação para a reavaliação do arcabouço regulatório existente com foco na formação de capital.
- » **As incertezas políticas e o risco de opacidade persistirão.** Uma mudança negativa no ambiente econômico provavelmente testaria a resiliência do mercado de crédito privado e suas aspirações de crescimento. A identificação precoce de problemas de desempenho dos ativos continua difícil devido às limitações dos requisitos de relatórios públicos.

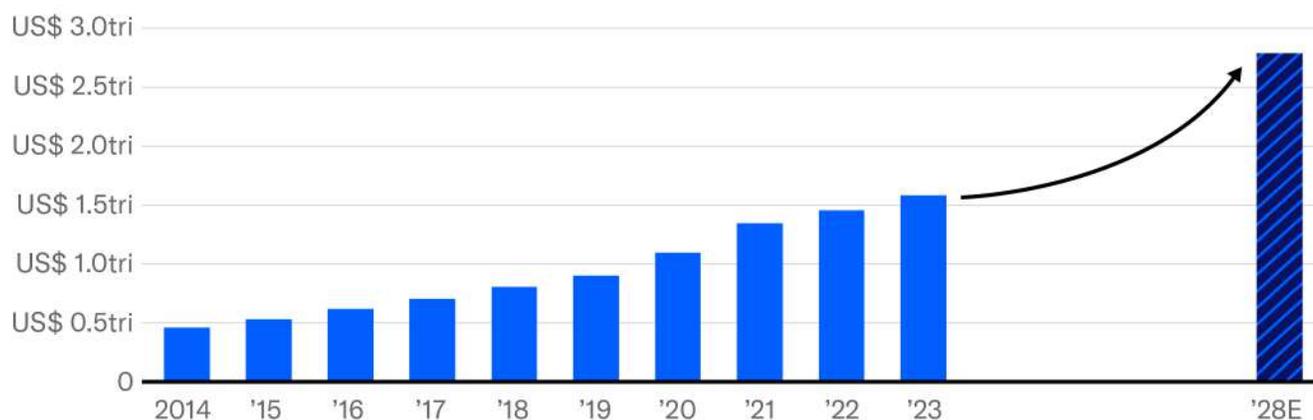
Esta publicação não anuncia uma ação de rating de crédito. Para quaisquer ratings de crédito mencionados nesta publicação, consulte a página do(a) emissor/operação em <https://ratings.moodys.com> para acessar as informações mais atualizadas sobre ação de rating de crédito e histórico de rating.

Os gestores de ativos buscam crescimento e retornos maiores

O tamanho e a escala dos mercados globais de crédito privado continuarão a crescer rapidamente em 2025, estimulados por taxas de juros mais baixas, declínio do risco de inadimplência e atividade econômica robusta em regiões desenvolvidas, como os EUA e a Europa ([Perspectiva Macroeconômica Global](#)). Os patrocinadores de capital privado estão ansiosos para fechar mais negócios até o fim de 2025, criando oportunidades para que os credores diretos coloquem no mercado US\$ 300 bilhões. A atividade de compra alavancada, que se acelerou no final do ano passado, continuará, junto com novos refinanciamentos. De acordo com o Pitchbook LCD, alguns estão prevendo que a nova emissão deste ano será aproximadamente igual à do ano passado, quando o novo volume totalizou US\$ 500 bilhões (excluindo reprecificações), o maior desde 2021 e mais que o dobro da produção de 2023. O volume deste ano será impulsionado por uma participação maior de fusões e aquisições, aquisições alavancadas ("LBOs", em inglês) e outros negócios orientados por eventos. Esperamos que o AUM de crédito privado global suba para US\$ 3 trilhões até 2028 (figura 1), dos quais 70% desse crescimento serão provenientes dos EUA, à medida que o apetite por capital privado cresce sem abalos.

Figura 1

Os ativos de crédito privado sob gestão atingirão US\$ 3 trilhões até 2028
AUM de crédito privado global



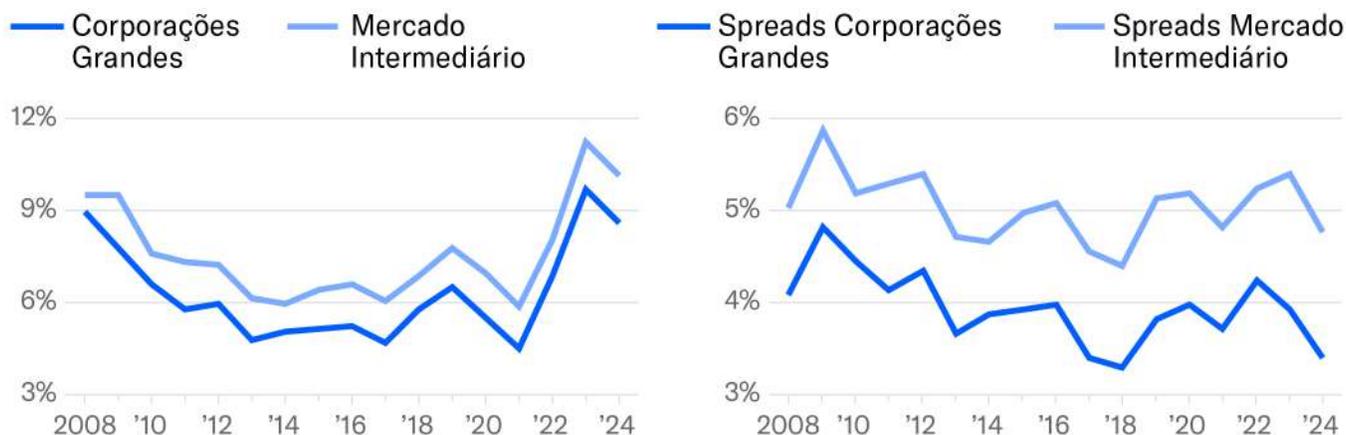
Nossa estimativa usa os números históricos do AUM do fundo de dívida privada da Preqin, que não inclui todo o AUM de crédito privado. Os dados não incluem financiamento baseado em ativos, ativos de crédito privado imobiliários e de infraestrutura, ativos em estruturas sem financiamento e alavancagem sobre esses fundos.

Fontes: Preqin, Moody's Ratings

Ao mesmo tempo, a crescente concorrência entre credores no mercado de empréstimo amplamente sindicalizado ("BSL", em inglês) e gestores de crédito privados vem comprimindo os retornos dos empréstimos diretos (figura 2) e provocando um enfraquecimento das proteções documentais. Esta dinâmica levou os gestores de ativos alternativos a se expandirem além dos empréstimos corporativos diretos para o mercado de ABF, em meio à oportunidade de obter retornos ajustados ao risco mais atrativos. Para conseguir isso, eles estão começando a levantar fundos dedicados de ABF, enquanto aqueles que possuem ou têm parcerias com seguradoras estão investindo ativos da conta geral da seguradora em ABF. O setor de seguros demonstrou vontade de sacrificar a liquidez e aceitar uma complexidade maior que pode advir do ABF para obter retornos melhores com risco equivalente de grau de investimento. Nos próximos cinco anos, prevemos pelo menos US\$ 1 trilhão em financiamento especializado com origem de ABF de crédito privado.

Figura 2

Em queda: rendimentos e *spreads* de mercado intermediário de empréstimos de primeira linha (*first-lien*, em inglês) a prazo para empresas de médio e grande porte



Rendimentos e *spreads* vinculado à taxa Libor no quarto trimestre de 2021. Taxa de referência Secured Overnight Financing Rate ("SOFR", em inglês) a partir de então. Os dados de *spreads*/rendimentos de mercado intermediário do primeiro trimestre de 2024 incluem apenas cinco negócios subjacentes.

Fonte: LSEG LPC

O ABF é amplamente qualquer financiamento garantido por ativos que incluem ativos de consumo, comerciais, tangíveis e financeiros.

Embora o ABF não seja novo no crédito privado, os gestores estão se concentrando mais intensamente em novas oportunidades, como *data centers*, em que a demanda por financiamento está aumentando. Além das oportunidades de ABF, os gestores de crédito privado buscam uma penetração maior nos canais de riqueza e no mercado de varejo mais amplo, que ainda é uma vasta e inexplorada base de investidores.

Alcançar escala e o conjunto mais amplo de recursos de investimento se tornará mais essencial à medida que a demanda de capital se acelera na economia global e os clientes desejam fazer mais com menos sócios gerais. Os grandes continuarão a ficar maiores, levando a um aumento da consolidação no setor. Grandes gestores de ativos alternativos usarão seus bolsos mais profundos para aumentar suas forças de distribuição de varejo, o que pode ser caro e complicado. Esperamos que os gestores de ativos alternativos continuem a se concentrar mais intensamente nas oportunidades de crédito privado (figura 3) em comparação com outras classes de ativos, como capital privado ou imóveis, para as quais os retornos dos investimentos e as perspectivas de arrecadação de fundos têm sido mais difíceis ultimamente. Um ambiente de taxas de juros mais altas por mais tempo certamente continuará a prejudicar os retornos dos fundos de *private equity*. E apesar de a competição contínua por ativos favorecer a liquidez do mercado, ela também aumentará a tomada de riscos, a alavancagem e a fraqueza da documentação

Figura 3

Blackstone, Apollo, KKR e Carlyle estão focando em crédito privado e seguros
(Mix de AUM dos quatro maiores gestores de ativos alternativos)



Os dados não incluem financiamento baseado em ativos, ativos imobiliários e de infraestrutura de crédito privado, ou ativos em estruturas sem financiamento e alavancagem sobre esses fundos.

Fontes: Preqin, Moody's Ratings

Embora a economia global pareça geralmente saudável, retornos abaixo do prometido ou uma eventual desaceleração podem desafiar o papel crescente das parcerias entre bancos e crédito privado, cuja maioria não foi testada. Enquanto isso, dada a crescente demanda por ativos de crédito privado, a alavancagem não revelada no setor financeiro só crescerá.

O ABF está migrando rapidamente para o crédito privado, estimulado por parcerias bancárias

À medida que os bancos cedem mais espaço ao crédito privado, eles enfrentam a necessidade de competir ou atender essa parte crescente do ecossistema. Em muitos casos, a resposta foi construir mais parcerias com credores de crédito privados — uma estratégia que acelerou no ano passado, quando pelo menos nove parcerias grandes novas foram consolidadas (figura 5, anexo). As parcerias continuarão em 2025, mas os grandes bancos também terão como prioridade estratégica ampliar ainda mais as capacidades de investimento em crédito privado em seus negócios de gestão de ativos. Um exemplo é o Goldman Sachs: o banco de investimento disse recentemente que está se aprofundando no crédito privado ao estabelecer um grupo de soluções de capital dentro de sua unidade bancária e de mercados global. O banco também está se comprometendo ainda mais com a equipe de investimentos alternativos dentro de seu grupo de gestão de ativos e patrimônio.

Conforme destacado na figura 5 deste relatório, as parcerias entre credores de crédito e bancos privados estão focadas em duas áreas principais de empréstimos: empréstimos alavancados a tomadores de empréstimos corporativos e finanças baseadas em ativos. Os bancos de investimento globais e os bancos regionais estão se beneficiando dessas parcerias porque podem manter a economia de suas capacidades de originação e relacionamentos com clientes, ao mesmo tempo em que oferecem aos credores de crédito privados acesso às suas origens, com alguma redução de risco em seus balanços patrimoniais.

Os credores diretos desenvolveram rapidamente relacionamentos com os mesmos patrocinadores financeiros que os grandes bancos serviram por muito tempo. O aumento das restrições regulatórias aos bancos, como as diretrizes financeiras alavancadas do Federal Reserve (Fed) de 2013 e o aumento dos requisitos de capital bancário em geral, significa que os bancos têm menos probabilidade de conceder e manter empréstimos arriscados. No entanto, eles continuarão a ser uma parte importante do ecossistema de crédito, desempenhando seu papel como provedores de liquidez e financiamento para credores de crédito privados e gestores de ativos alternativos. Por exemplo, os bancos há muito tempo fornecem aos credores de crédito privados financiamento por subscrição e linhas de crédito baseadas em ativos, e também estruturam emissões de obrigações de empréstimos colateralizados ("CLO", em inglês). Os dados sobre o envolvimento dos bancos no crédito privado são escassos, mas nossa [pesquisa global](#) com 32 bancos ativamente engajados com esse segmento de crédito mostra que seu crescimento médio anual em empréstimos ao ecossistema de 18% em 2021-2023 quase coincide com o rápido aumento de 19% da captação de fundos de crédito privados durante esse período.

A demanda por financiamento securitizado crescerá

À medida que os credores diretos se apoiam cada vez mais em financiamento baseado em ativos para atender às crescentes demandas de capital, eles também estão acessando o mercado de financiamento estruturado para securitizar uma pequena, mas crescente parcela desses ativos ABF. Esses títulos lastreados em ativos ("ABS", em inglês) atualmente respondem por cerca de 10%-15% das

necessidades de financiamento para uma grande variedade de ativos, incluindo muitos “ativos de nicho” ou especializados que estão incluídos na figura 4. Esses ativos são relativamente arriscados e ilíquidos e tradicionalmente dependem muito do financiamento bancário. Em 2024, à medida que o crédito privado continuou a financiar uma parcela crescente das necessidades de financiamento, o financiamento estruturado como uma parcela desse bolo de empréstimos cresceu.

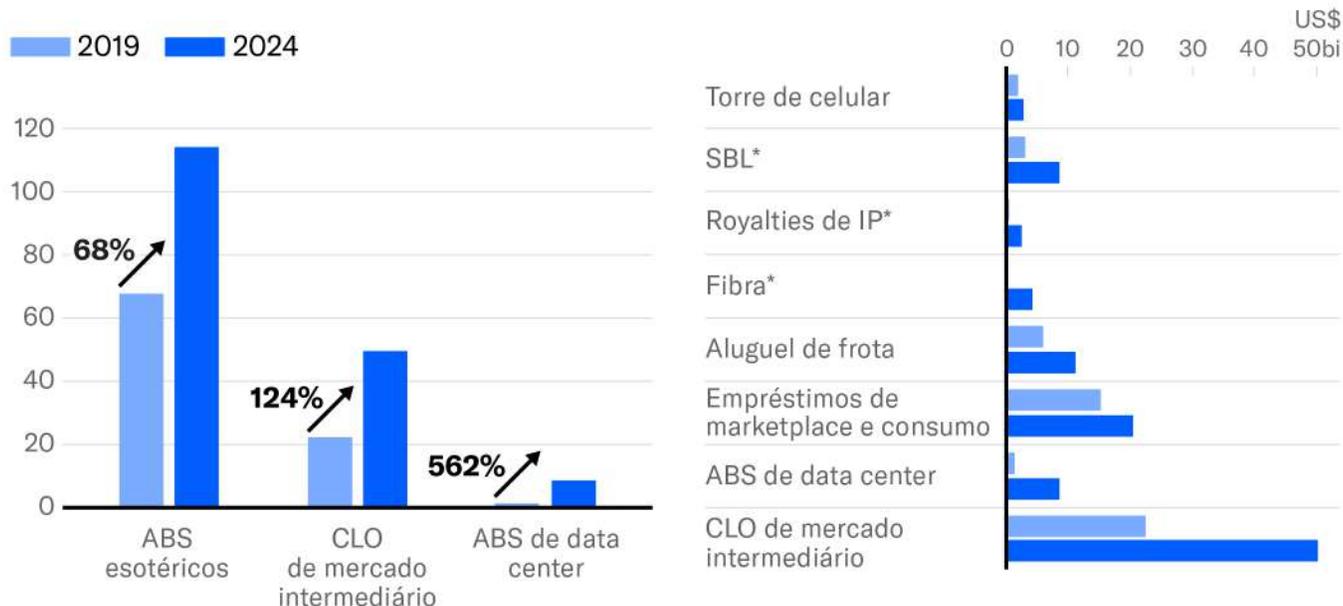
Ao analisar a emissão total de ABS naquele ano, US\$ 330 bilhões chegaram ao mercado (sem incluir títulos lastreados em hipotecas imobiliárias —“RMBS”, em inglês—, títulos lastreados em hipotecas comerciais (“CMBS” em inglês) e obrigações de empréstimos colateralizados —“CLOs” em inglês—), com US\$ 130 bilhões desse montante (40%) em emissão de ABS privado. Se considerarmos CLOs de crédito privado – outro veículo de financiamento cada vez mais importante – vimos aproximadamente outros US\$ 50 bilhões em emissão em 2024, o que representou 20% da emissão total de CLOs.

Esperamos que o financiamento ABS para o crédito privado continuará a crescer nos próximos anos. Com base em uma premissa de uma taxa de crescimento anual composta (“CAGR”) anual de 10%, estimamos que o total de ABS de crédito privado em circulação possa chegar a cerca de US\$ 500 bilhões em cinco anos. Esperamos também que o total de CLOs de crédito privado em circulação atinja US\$ 200 bilhões no mesmo intervalo de tempo, contra os US\$ 130 bilhões atualmente, se a emissão permanecer tão robusta quanto em 2024.

O desempenho nesse segmento variará, de acordo com os padrões de subscrição e aquisição de ativos dos originadores, a experiência do patrocinador/gestor e as proteções estruturais do negócio, incorporados nas operações. Além disso, a diversificação dos ativos da carteira e o controle contínuo de riscos e a disciplina de governança apoiarão a estabilidade do desempenho. O alinhamento de interesses entre as partes da operação também será importante — por exemplo, para garantir que o patrocinador retenha um interesse pessoal no desempenho da operação.

Figura 4

O crédito privado tem impulsionado o rápido crescimento das operações estruturadas, especialmente em classes de ativos de nicho (em bilhões de US\$)



*Os dados de Fibra e royalties de IP são de 2020 e 2024. SBL: financiamento baseado em títulos.

Fonte: FinSight

O foco na expansão das oportunidades para investidores de varejo se intensificará

A expansão do AUM de dívida privada de varejo vem acelerando e, embora ainda seja inferior a 20% do total do AUM dívida privada, está crescendo em um ritmo mais rápido do que o AUM institucional. Isso está acontecendo à medida que os gestores de ativos alternativos olham para além da base tradicional de indivíduos com patrimônio líquido alto em direção à “clientes afluentes em

massa". Para acessar essa base mais recente, alguns gestores estão oferecendo os primeiros ETFs de crédito privado negociados em bolsa (ver o [relatório](#)). Enquanto isso, na Europa os gestores de ativos estão se adaptando à regulamentação recente — ELTIF 2.0 (ver [relatório](#)), que facilita a participação de investidores de varejo, por exemplo, porque exige requisitos mínimos de investimento moderados. Essa abordagem também se alinha mais estreitamente com a estrutura das empresas de desenvolvimento de negócios ("BDCs", em inglês) dos EUA, que contribuíram para o crescimento do mercado de crédito privado do país (ver [BDC Q3 2024 update](#)).

No entanto, a iliquidez do mercado privado, adequada para investidores institucionais com horizontes de longo prazo, apresenta riscos quando aplicada a ETFs com foco no varejo, e pode potencialmente levar a incompatibilidades de liquidez e baixo desempenho durante o estresse do mercado. A falta de liquidez é uma característica dos mercados privados, nos quais o investimento tem um prêmio que justifica sua atratividade para investidores institucionais. Os ativos de crédito privado exigem um horizonte de investimento de longo prazo, que geralmente é combinado com os passivos de longo prazo dos investidores institucionais, como pagamentos das seguradoras de vida, ou períodos de bloqueio (*lock-up*, em inglês) de longo prazo dos gestores de ativos para seus investidores. Os ativos de crédito privado prosperaram, em parte, com base nessas características estruturais que impedem os investidores de resgatar seus investimentos no curto prazo.

Com a ampliação da base de investidores para incluir investidores de varejo, como propostas para estabelecer ETFs privados com foco em crédito, essas considerações estruturais podem ser desafiadas. Além disso, os ETFs com foco em investimento em CLOs organizados por empresas de crédito privadas têm sido grandes compradores de dívidas de CLO. Os ETFs oferecem liquidez diária, e os investidores podem comprar e vender a qualquer momento durante o dia de negociação. No entanto, essa estrutura aumenta o risco de uma incompatibilidade de liquidez entre a parte patrimonial do ETF (altamente líquida em mercados em funcionamento normal) e os ativos privados subjacentes (altamente sem liquidez).

Acreditamos que, quando os investidores de varejo tiverem a opção de vender e resgatar seus investimentos em alta frequência, isso ocorrerá em uma forte desaceleração do mercado. Portanto, no caso de uma falta de liquidez nos mercados subjacentes, os formadores de mercado que facilitam a negociação tranquila do ETF provavelmente refletiriam esse risco em suas cotações de negociação. Portanto, em um cenário de estresse, os ETFs rastrearão a liquidez desses ativos. Em outras palavras, se os investidores negociarem com base na premissa de que os ETFs são mais líquidos do que seus ativos subjacentes, eles podem descobrir que o desempenho fica aquém de suas expectativas em um ambiente estressado. Isso pode ser particularmente verdadeiro com ETFs de crédito privado.

As seguradoras aprofundarão os laços com o crédito privado

As seguradoras continuarão a transferir suas carteiras de investimento de ativos públicos com grau de investimento para ativos ABF privados com grau de investimento a fim de aumentar os retornos da carteira. Muitas farão isso por meio de parcerias com gestores de crédito privados que têm experiência maior nessa área. As seguradoras de vida dos EUA, tradicionalmente ativas no mercado de crédito privado, aumentaram sua exposição por meio de uma combinação de novos fluxos de negócios, reposicionamentos de carteira de investimentos e a crescente afiliação entre seguradoras de vida e gestores de ativos alternativos. As seguradoras de ativos alternativos investiram capital no setor de seguros, adquirindo participações minoritárias ou controladoras em companhias de seguros.

Essas parcerias em evolução têm permitido que as seguradoras de vida dos EUA aproveitem o acesso direto das gestoras às plataformas originadoras de ativos, o que reduz os custos e melhora a geração de rendimento da seguradora. As parcerias também permitem que as seguradoras obtenham proficiência em classes de ativos complexas, incluindo crédito privado, imóveis e financiamento — baseado em ativos, sem precisar investir capital significativo. O crescimento do crédito privado para o setor de seguros também despertou o escrutínio regulatório do Associação Nacional de Comissários de Seguros ("NAIC", em inglês) (veja seção abaixo "Abordagem regulatória dos EUA deverá mudar no novo governo").

Os mercados de crédito privado oferecem certas oportunidades para as seguradoras em relação aos mercados públicos, como prêmios significativos de liquidez, maior diversificação de carteira e proteções de covenants mais fortes. Os investimentos em crédito privado também tendem a ser menos voláteis porque não são negociados em mercados secundários. Isso os protege das oscilações diárias nos setores de renda fixa de capital aberto.

Embora os reguladores tenham levantado preocupações sobre a iliquidez inerente ao crédito privado, esses instrumentos podem ajudar as seguradoras a se alinharem com certos passivos que têm fluxos de caixa relativamente previsíveis, como transferências de risco

previdenciário e liquidações estruturadas. Ao mesmo tempo, acreditamos que isso pode justificar pelo menos uma alocação parcial de ativos para investimentos menos líquidos. No entanto, a opacidade desses ativos complexos também acarreta um risco distinto.

Esperamos que a sinergia entre seguradoras e gestores de ativos alternativos se fortalecerá, impulsionada pelo uso crescente de plataformas de originação de ativos para gerar ativos. No entanto, monitorar os riscos — especialmente os riscos de crédito e liquidez, juntamente com os riscos de ALM — permanece essencial. Outro risco que as seguradoras precisam gerenciar cuidadosamente é de concentração, se as empresas tiverem grandes exposição a ativos de um único nome. No geral, as seguradoras estão buscando métodos inovadores para gerar alfa de ativos que sejam de alto rendimento e eficientes em termos de capital — uma estratégia que exige que elas equilibrem os rendimentos aprimorados com os riscos adicionais de falta de liquidez e crédito.

A abordagem regulatória dos EUA deverá mudar no novo governo

A abordagem regulatória provavelmente mudará em relação ao mercado de crédito privado dos EUA durante o segundo governo Trump, as prioridades provavelmente mudarão de uma ênfase da aprimoração de requisitos de divulgação para uma reavaliação do arcabouço regulatório existente com foco na formação de capital. Uma possível mudança pode afetar os investidores de varejo. Por exemplo, os mercados privados são acessíveis principalmente a investidores credenciados — particularmente de renda elevada e sofisticados e investidores institucionais. Os investidores de varejo - os afluentes em massa, ou aqueles não definidos como ricos, tiveram acesso muito limitado aos mercados privados. Eles poderiam obter acesso maior se a Securities and Exchange Commission (SEC) decidir ampliar a definição de "investidor credenciado" de acordo com a Lei de Valores Mobiliários de 1933. Registros recentes da SEC para lançar ETFs de crédito privado, como o da Apollo e da State Street em setembro de 2024, levantaram preocupações entre reguladores e partidários dos investidores sobre a adequação desses fundos para investidores de varejo devido a certos riscos.

O sistema bancário também enfrenta novos requisitos de exposição ao crédito privado. A partir de 2025, os bancos dos EUA com US\$ 10 bilhões ou mais em ativos precisarão desagregar esses empréstimos em cinco novas categorias e relatar os compromissos de empréstimo não utilizados de forma semelhante. Essa mudança visa melhorar a supervisão regulatória e a compreensão das concentrações de crédito e risco no sistema bancário. Além disso, em junho de 2024, o comitê do Federal Reserve (Fed) propôs mudanças nos relatórios FR Y-14 para *holdings* bancárias que emprestam a entidades que não são bancárias, incluindo fundos privados. As mudanças propostas fornecerão ao Fed informações mais detalhadas sobre empréstimos a entidades que não são bancárias e melhorarão a pontualidade e a cobertura dos dados de risco de crédito de contraparte. Relatórios adicionais ajudariam a melhorar a transparência da exposição dos bancos e da alavancagem de empréstimos ao crédito privado, o que poderia aliviar as preocupações com riscos sistêmicos não detectados.

Além disso, a National Association of Insurance Commissioners (NAIC) está aprimorando seu escrutínio regulatório das carteiras de investimento das seguradoras, com ênfase particular em investimentos alternativos (veja o quadro azul abaixo sobre as iniciativas principais). Recentemente, as seguradoras dos EUA aumentaram sua exposição a esse tipo de investimento, incluindo crédito privado, o que marca uma mudança em relação à abordagem típica de favorecer investimentos mais tradicionais e de longo prazo. As parcerias entre gestores de ativos e seguradoras aceleraram essa tendência, à medida que as seguradoras se beneficiam de retornos maiores de investimento, diversificação de carteira e um aumento do alinhamento entre ativos e passivos. A NAIC e os reguladores estaduais de seguros iniciaram grandes atualizações para melhorar o *framework* existente de supervisão do risco de investimento das seguradoras, incluindo a redução da "dependência cega" dos ratings de crédito, mantendo o uso geral dos ratings de provedor de crédito privado ("CRP", em inglês) baseado em um forte *framework* de *due diligence*.

Principais iniciativas da NAIC que afetam o crédito privado

Abaixo está um resumo de algumas das principais iniciativas da NAIC focadas na supervisão dos investimentos das seguradoras, incluindo aqueles em crédito privado, e no uso de ratings de crédito para fins de capital baseado em risco ("RBC", em inglês).

Procedimentos que concedem autoridade ao pessoal da NAIC para contestar os ratings de CRP

Em novembro de 2024, a NAIC emitiu a aprovação final dos procedimentos que concedem a sua equipe do Escritório de Análise de Investimentos ("IAO", em inglês) a autoridade para contestar os ratings de crédito apresentados à associação pelas seguradoras pelo processo de "isenção de arquivamento" ("FE", em inglês). A data final de implementação desses procedimentos é 1º de janeiro de 2026. De acordo com essa iniciativa, a equipe da IAO pode iniciar um processo para contestar qualquer rating de crédito de um título da FE se considerarem que o rating não é uma avaliação razoável do risco de investimento.

Desativação de ratings de cartas privadas sem um relatório de justificativa do rating

A NAIC anunciou que, em 2025, começará a desativar certos ratings de cartas privadas ("PLR", em inglês) de títulos enviados por seguradoras e emitidos em ou após 1º de janeiro de 2022 que não tenham um relatório dos fundamentos para atribuição do rating. Se uma seguradora não apresentar tal relatório a NAIC, o *status* FE do título será desativado.

Definição atualizada de títulos com base em princípios

Em agosto de 2023, a NAIC adotou uma definição de título baseada em princípios, que entrou em vigor em 1º de janeiro de 2025. As seguradoras foram obrigadas a avaliar suas carteiras de investimento até esse prazo para determinar quais títulos se qualificavam como títulos de acordo com a nova definição, potencialmente levando à reclassificação e a um tratamento menos favorável do RBC de certos ativos. A definição atualizada de "título" se refere a qualquer título que represente uma relação de credor, em que haja um cronograma fixo para um ou mais pagamentos futuros, e que se qualifique como uma obrigação de crédito do emissor ("ICO", em inglês) ou um ABS. Os investimentos categorizados como ICOs sob a nova definição de títulos recebem tratamento contábil diferente daqueles categorizados como ABS. Essa distinção afeta significativamente os encargos do RBC sobre participações acionárias residuais (as primeiras parcelas de perdas).

De acordo com a nova definição de títulos, títulos de dívida emitidos por BDCs, fundos fechados ou entidades operacionais similares e registrados sob a Lei de Sociedades de Investimento de 1940 geralmente serão classificados como ICOs. Em contraste, títulos de dívida emitidos por fundos não registrados, incluindo estruturas de fundos alimentadores e obrigações de fundos colateralizados, não serão automaticamente classificados como títulos. Para que esses títulos sejam declarados como tais, eles devem cumprir os critérios de ABS da NAIC, que incluem requisitos adicionais. A reclassificação de ativos nas carteiras de investimento das seguradoras pode aumentar os encargos de RBC delas sobre títulos que não se qualificam mais como títulos e alterar a forma como esses ativos são reportados e avaliados.

Iniciativa de modelagem de CLO

A partir de 31 de dezembro de 2025, a NAIC planeja interromper o uso de ratings de crédito para determinar os encargos de RBC sobre investimentos em CLO. Em vez disso, as seguradoras deverão enviar os investimentos em CLO à equipe da NAIC, que atribuirá designações com base em uma ferramenta interna de modelagem de CLO.

Riscos de políticas, opacidade e concentração persistirão

Os riscos políticos podem ter um grande impacto sobre os ativos alavancados, o que é exemplificado pela mudança brusca na política de taxas em 2022 e 2023, quando vimos uma grande mudança para empréstimos diretos e um aumento notável da inadimplência entre os LBOs com rating. Qualquer coisa que provoque uma disrupção significativa nos mercados públicos provavelmente também enfraqueceria os ativos privados como, por exemplo, qualquer mudança significativa de políticas que afete tarifas ou inflação, ou novos choques geopolíticos. As taxas mais altas oferecem alguns benefícios aos ativos de crédito privado, enquanto o risco subjacente desses ativos aumenta.

Embora um número maior de ativos com grau de investimento dominem a originação este ano, especialmente em carteiras de seguradoras, também esperamos ver outros investidores buscando rendimento e mantendo as parcelas mais arriscadas que possibilitam esses investimentos de maior qualidade. A falta de pressão para devolver capital ajuda os gestores de ativos alternativos a gerenciar os riscos; no entanto, eles não são regulamentados pelo Fed e por outras agências federais e, como consequência, têm menos probabilidade de se beneficiar do suporte regulatório se os mercados ficarem negativos.

Os reguladores exigem requisitos maiores para divulgação de relatórios do sistema bancário, inclusive de suas atividades de crédito privado, do que dos gestores de ativos alternativos. Embora o crédito privado tenham ajudado a aliviar alguns dos riscos de crédito dentro desse setor. Mesmo assim, os credores de crédito privado ainda vêm introduzindo alavancagem adicional à economia, com muito menos transparência. A alavancagem está cada vez mais “empilhada”, o que significa que não está necessariamente claro como distinguir a alavancagem em nível de ativo, em nível de fundo (alavancagem tácita) e a criação de alavancagem estruturada em parcelas em operações de ABS. Além disso, uma posição de capital em um investimento pode ser financiada com dívida de bancos.

Por exemplo, há um interesse crescente dos gestores de ativos alternativos em alavancar fundos da LBO com empréstimos e empréstimos de valor patrimonial líquido (“NAV”) para financiar transferências de risco sintético — exemplos de alavancagem que nem sempre são visíveis, mas que exacerbam o risco que seria amplificado em uma crise. A análise das avaliações também é mais difícil, dada a ausência de um preço de mercado para ativos de crédito privado. As empresas de crédito privadas não divulgam os dados financeiros subjacentes dos ativos nem aos reguladores nem ao público. As BDCs usam empresas de avaliação terceirizadas e marcam seus empréstimos a cada trimestre. Entretanto, os direitos de avaliação, as metodologias e a frequência não são consistentes entre as empresas. Além disso, o saldo dos ativos de crédito privado tem menos divulgação ainda. Em certa medida, essas preocupações são atenuadas pelo fato de as BDCs manterem uma alavancagem baixa, especialmente em comparação com o setor bancário. ([Business Development Companies – US: Q3 2024 Update](#))

Esperamos ver a consolidação crescer nesse setor à medida que a escala se torna cada vez mais importante para competir, especialmente com investidores que procuram gestores com escala maior e o conjunto mais amplo de recursos de investimento. Essa crescente concentração de risco entre alguns gestores de ativos muito grandes continua difícil de avaliar, tendo em vista os requisitos limitados de relatórios. De acordo com a Pitchbook, no ano passado, as 10 maiores empresas de crédito privadas administraram coletivamente cerca de 32% de todo o capital levantado no setor, um aumento notável em relação à participação de 26.6% em 2021. Os gestores de ativos maiores estão fazendo cada vez mais parcerias com bancos, mantendo a exposição ao risco dos bancos, ainda que indiretamente, por meio de relacionamentos com gestores de ativos alternativos, incluindo linhas de subscrição e empréstimos ABL. E embora as parcerias bancárias sejam uma forma de equilibrar risco e eficiência, elas continuam sem serem testadas em uma crise e podem se tornar menos construtivas.

Anexo

Figura 5

Alguns exemplos de parcerias recentes entre bancos e patrocinadores de crédito privado

Data	Parceria	Descrição
Jan/2025	Standard Chartered e Apollo	A Apollo e a Standard Chartered PLC anunciaram uma parceria estratégica para apoiar e acelerar o financiamento de infraestrutura, com um plano para contribuir com até US\$ 3 bilhões para energia limpa e financiamento de transição em uma variedade de classes de ativos e setores.
Jan/2025	BMO Financial Group e Canal Road Group	A BMO firmou uma parceria com o Canal Road Group que permite que o grupo invista até US\$1 bilhão em empréstimos diretos, à medida que a BMO busca aumentar sua presença no mercado de crédito privado.
Set/2024	Mizuho e Golub	O Mizuho comprou uma participação minoritária passiva e sem direito a voto nas empresas de gestão da Golub Capital e firmou uma parceria de distribuição.
Set/2024	Citigroup e Apollo	Parceria de US\$ 25 bilhões na qual o Citigroup obterá novos negócios de dívida entre seus clientes e ganhará uma taxa pela origem das transações. A Apollo e seus parceiros fornecerão o dinheiro.
Set/2024	BNP Paribas e Apollo	Financiamento estratégico de US\$ 5 bilhões e colaboração no mercado de capitais entre a Atlas SP da Apollo e o BNP Paribas. O BNPP assumirá um compromisso significativo de financiamento de US \$ 5 bilhões no primeiro dia .
Jul/2024	Lloyds Bank e Oaktree Capital Management	A parceria busca originar empréstimos para empresas apoiadas por patrocinadores do mercado médio do Reino Unido com £ 10 a 75 milhões em EBITDA. A capacidade combinada de retenção de um único nome é de £ 175 milhões por operação.

Mai/2024	PNC Bank e TCW	A PNC e a TCW estabelecerão uma equipe para gerenciar todas as atividades de investimento da estratégia, incluindo originação, subscrição e gestão de carteira. A meta é ter US\$ 2.5 bilhões em capital disponível para investir no primeiro ano.
Abr/2024	Barclays e AGL Acordo de cooperação exclusiva para a plataforma de crédito privado	Originação direta de empréstimos seniores com garantia para grandes tomadores de empréstimos corporativos. A AGL operará como gestora independente, com controle total sobre originação, seleção de ativos, formação e gestão de carteira, com acesso exclusivo ao fluxo de negócios do Barclays e capacidade de originar operações diretamente.
Mar/2024	KeyCorp e Blackstone Credit & Insurance	Parceria de originação de fluxo futuro (subscrição a distribuição).
Fev/2024	BNP Paribas e Blackstone	A cooperação permitiria à Blackstone aproveitar o <i>pool</i> das poupanças dos investidores de varejo franceses
Jan/2024	Citigroup e LuminArx Capital	Veículo estratégico de empréstimo privado chamado Cinergy, que oferecerá soluções de crédito privado para empresas, incluindo clientes globais do Citi.
Set/2023	Societe Generale e Brookfield Asset Management	Originação e distribuição de investimentos de crédito privado de alta qualidade por meio de um fundo de dívida privada com grau de investimento de € 10 bilhões.
Set/2023	Wells Fargo e Centerbridge Partners	Relacionamento estratégico focado em empréstimos diretos a empresas norte-americanas de médio porte que não são patrocinadoras.
Dez/2022	CIBC Asset Management e Ares Management	Oferece aos investidores canadenses credenciados a oportunidade de investir no fundo Ares Strategic Income.

Fontes: Relatórios das empresas e Moody's Ratings

© 2025 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. e/ou suas licenciadas e afiliadas (em conjunto, "MOODY'S"). Todos os direitos reservados. OS RATINGS DE CRÉDITO ATRIBUÍDOS PELAS AFILIADAS DE RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S SÃO AS OPINIÕES ATUAIS DA MOODY'S SOBRE O RISCO FUTURO RELATIVO DE CRÉDITO DE ENTIDADES, COMPROMISSOS DE CRÉDITO, DÍVIDA OU VALORES MOBILIÁRIOS EQUIVALENTES À DÍVIDA, DE MODO QUE OS MATERIAIS, PRODUTOS, SERVIÇOS E AS INFORMAÇÕES PUBLICADAS, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZADAS, PELA MOODY'S (COLETIVAMENTE "MATERIAIS") PODEM INCLUIR TAIS OPINIÕES ATUAIS. A MOODY'S DEFINE RISCO DE CRÉDITO COMO O RISCO DE UMA ENTIDADE NÃO CUMPRIR COM AS SUAS OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS NA DEVIDA DATA DE VENCIMENTO E QUAISQUER PERDAS FINANCEIRAS ESTIMADAS EM CASO DE INADIMPLEMENTO ("DEFAULT"). VER A PUBLICAÇÃO APLICÁVEL DA MOODY'S RELACIONADA AOS SÍMBOLOS E DEFINIÇÕES DE RATINGS DE CRÉDITO PARA MAIS INFORMAÇÕES SOBRE OS TIPOS DE OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS ENDEREÇADAS PELOS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S INVESTORS SERVICE. OS RATINGS DE CRÉDITO NÃO TRATAM DE QUALQUER OUTRO RISCO, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A: RISCO DE LIQUIDEZ, RISCO DE VALOR DE MERCADO OU VOLATILIDADE DE PREÇOS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES CONTIDAS NOS MATERIAIS DA MOODY'S NÃO SÃO DECLARAÇÕES SOBRE FATOS ATUAIS OU HISTÓRICOS. OS MATERIAIS DA MOODY'S PODERÃO TAMBÉM INCLUIR ESTIMATIVAS DO RISCO DE CRÉDITO BASEADAS EM MODELOS QUANTITATIVOS E OPINIÕES RELACIONADAS OU COMENTÁRIOS PUBLICADOS PELA MOODY'S ANALYTICS, INC. E/OU SUAS AFILIADAS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONSTITUEM OU FORNECEM ACONSELHAMENTO FINANCEIRO OU DE INVESTIMENTO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONFIGURAM E NÃO PRESTAM RECOMENDAÇÕES PARA A COMPRA, VENDA OU DETENÇÃO DE UM DETERMINADO VALOR MOBILIÁRIO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONSTITUEM RECOMENDAÇÕES SOBRE A ADEQUAÇÃO DE UM INVESTIMENTO PARA UM DETERMINADO INVESTIDOR. A MOODY'S ATRIBUI SEUS RATINGS DE CRÉDITO, SUAS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES, E DIVULGA, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZA, OS SEUS MATERIAIS ASSUMINDO E PRESSUPONDO QUE CADA INVESTIDOR FARÁ O SEU PRÓPRIO ESTUDO, COM A DEVIDA DILIGÊNCIA, E PROCEDERÁ À AVALIAÇÃO DE CADA VALOR MOBILIÁRIO QUE TENHA A INTENÇÃO DE COMPRAR, DETER OU VENDER.

OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, SUAS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO SÃO DESTINADAS PARA O USO DE INVESTIDORES DE VAREJO E SERIA IMPRUDENTE E INADEQUADO AOS INVESTIDORES DE VAREJO USAR OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES OU MATERIAIS DA MOODY'S AO TOMAR UMA DECISÃO DE INVESTIMENTO. EM CASO DE DÚVIDA, O INVESTIDOR DEVERÁ ENTRAR EM CONTATO COM UM CONSULTOR FINANCEIRO OU OUTRO CONSULTOR PROFISSIONAL.

TODAS AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE DOCUMENTO ESTÃO PROTEGIDAS POR LEI, INCLUINDO, ENTRE OUTROS, OS DIREITOS DE AUTOR, E NÃO PODEM SER COPIADAS, REPRODUZIDAS, ALTERADAS, RETRANSMITIDAS, TRANSMITIDAS, DIVULGADAS, REDISTRIBUÍDAS OU REVENDIDAS OU ARMAZENADAS PARA USO SUBSEQUENTE PARA QUALQUER UM DESTES FINS, NO TODO OU EM PARTE, POR QUALQUER FORMA OU MEIO, POR QUALQUER PESSOA, SEM O CONSENTIMENTO PRÉVIO, POR ESCRITO, DA MOODY'S. PARA FINS DE CLAREZA, NENHUMA INFORMAÇÃO CONTIDA AQUI PODE SER UTILIZADA PARA DESENVOLVER, APERFEIÇOAR, TREINAR OU RETREINAR QUALQUER PROGRAMA DE SOFTWARE OU BANCO DE DADOS, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A, QUALQUER SOFTWARE DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL, APRENDIZADO DE MÁQUINA OU PROCESSAMENTO DE LINGUAGEM NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGIA E/OU MODELO.

OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS DA MOODY'S NÃO SÃO DESTINADOS PARA O USO, POR QUALQUER PESSOA, COMO UMA REFERÊNCIA ("BENCHMARK"), JÁ QUE ESTE TERMO É DEFINIDO APENAS PARA FINS REGULATÓRIOS E, PORTANTO, NÃO DEVEM SER UTILIZADOS DE QUALQUER MODO QUE POSSA RESULTAR QUE SEJAM CONSIDERANDOS REFERÊNCIAS (BENCHMARK).

Toda a informação contida neste documento foi obtida pela MOODY'S junto de fontes que esta considera precisas e confiáveis. Contudo, devido à possibilidade de erro humano ou mecânico, bem como outros fatores, a informação contida neste documento é fornecida no estado em que se encontra ("AS IS"), sem qualquer tipo de garantia, seja de que espécie for. A MOODY'S adota todas as medidas necessárias para que a informação utilizada para a atribuição de ratings de crédito seja de suficiente qualidade e provenha de fontes que a MOODY'S considera confiáveis, incluindo, quando apropriado, terceiros independentes. Contudo, a MOODY'S não presta serviços de auditoria e não pode, em todos os casos, verificar ou confirmar, de forma independente, as informações recebidas nos processos de ratings de crédito ou na preparação de seus Materiais.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade perante qualquer pessoa ou entidade relativamente a quaisquer danos ou perdas, indiretos, especiais, consequenciais ou incidentais, decorrentes ou relacionados com a informação aqui incluída ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação, mesmo que a MOODY'S ou os seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores sejam informados com antecedência da possibilidade de ocorrência de tais perdas ou danos, incluindo, mas não se limitando a: (a) qualquer perda de lucros presentes ou futuros; ou (b) qualquer perda ou dano que ocorra em que o instrumento financeiro relevante não seja objeto de um rating de crédito específico atribuído pela MOODY'S.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade por quaisquer perdas ou danos, diretos ou compensatórios, causados a qualquer pessoa ou entidade, incluindo, entre outros, por negligência (mas excluindo fraude, conduta dolosa ou qualquer outro tipo de responsabilidade que, para que não subsistam dúvidas, por lei, não possa ser excluída) por parte de, ou qualquer contingência dentro ou fora do controle da, MOODY'S ou de seus administradores, membros de órgão sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores, decorrentes ou relacionadas com a informação aqui incluída, ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação.

A MOODY'S NÃO PRESTA NENHUMA GARANTIA, EXPRESSA OU IMPLÍCITA, QUANTO À PRECISÃO, ATUALIDADE, COMPLETUDE, VALOR COMERCIAL OU ADEQUAÇÃO A QUALQUER FIM ESPECÍFICO DE QUALQUER RATING DE CRÉDITO, AVALIAÇÃO, OUTRA OPINIÃO OU INFORMAÇÕES DADAS OU PRESTADAS, POR QUALQUER MEIO OU FORMA, PELA MOODY'S.

A Moody's Investors Service, Inc., uma agência de rating de crédito, subsidiária integral da Moody's Corporation ("MCO"), pelo presente, divulga que a maioria dos emissores de títulos de dívida (incluindo obrigações emitidas por entidades privadas e por entidades públicas locais, outros títulos de dívida, notas promissórias e papel comercial) e de ações preferenciais classificadas pela Moody's Investors Service, Inc., acordaram, antes da atribuição de qualquer rating de crédito, pagar à Moody's Investors Service, Inc., para fins de avaliação de ratings de crédito e serviços prestados por esta agência. A MCO e todas as entidades que emitem ratings sob a marca (Moody's Ratings) também mantêm políticas e procedimentos destinados a preservar a independência dos ratings de crédito e processos de ratings de crédito da Moody's Ratings. São incluídas anualmente no website ir.moody.com, sob o título "Investor Relations — Corporate Governance — Charter Documents — Director and Shareholder Affiliation Policy" informações acerca de certas relações que possam existir entre administradores da MCO e as entidades classificadas com ratings de crédito e entre as entidades que possuem ratings da Moody's Investors Service, Inc. e que também informaram publicamente à SEC (Security and Exchange Commission – EUA) que detêm participação societária maior que 5% na MCO.

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., e Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (coletivamente, as "Moody's Non-NRSRO CRAs") são todas subsidiárias de agências de classificação de risco integralmente detidas de forma indireta pela MCO. Nenhuma das Moody's Non-NRSRO CRAs é uma Organização de Classificação de Risco Estatístico Nacionalmente Reconhecida (NRSRO).

Termos adicionais apenas para a Austrália: qualquer publicação deste documento na Austrália será feita nos termos da Licença para Serviços Financeiros Australianos da afiliada da MOODY'S, a Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 e/ou pela Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (conforme aplicável). Este documento deve ser fornecido apenas a distribuidores ("wholesale clients"), de acordo com o estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. Ao continuar a acessar esse documento a partir da Austrália, o usuário declara e garante à MOODY'S que é um distribuidor ou um representante de um distribuidor, e que não irá, nem a entidade que representa irá, direta ou indiretamente, divulgar este documento ou o seu conteúdo a clientes de varejo, de acordo com o significado estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. O rating de crédito da Moody's é uma opinião em relação à idoneidade creditícia de uma obrigação de dívida do emissor e não diz respeito às ações do emissor ou qualquer outro tipo de valores mobiliários disponíveis para investidores de varejo.

Termos adicionais apenas para a Índia: Os ratings de crédito da Moody's, avaliações, outras opiniões e Materiais não têm a intenção de ser, e não devem ser, utilizadas ou consideradas, por usuários localizados na Índia em relação a valores mobiliários listados ou propostos para listagem em bolsas de valores indianas.

Termos adicionais referentes a *Second Party Opinions* ('SPO') e Avaliações *Net Zero* ('NZA') (conforme definido nos Símbolos e Definições de Rating da Moody's Ratings): Por favor, observe que as SPOs e as NZAs não são um 'rating de crédito'. A emissão de SPOs não é uma atividade regulamentada em muitas jurisdições, incluindo Singapura. JAPÃO: No Japão, o desenvolvimento e a oferta de SPOs se enquadram na categoria de 'Negócios Auxiliares', não em 'Negócios de Rating de Crédito', e não estão sujeitos às regulamentações aplicáveis aos 'Negócios de Rating de Crédito' sob a Lei de Instrumentos Financeiros e Câmbio do Japão e suas regulamentações relevantes. RPC: Qualquer SPO: (1) não constitui uma Avaliação de Bônus Verde da RPC conforme definido por quaisquer leis ou regulamentos relevantes da RPC; (2) não pode ser incluído em nenhum documento de declaração de registro, circular de oferta, prospecto ou qualquer outro documento enviado às autoridades reguladoras da RPC ou utilizado de outra forma para atender a qualquer requisito de divulgação regulatória da RPC; e (3) não pode ser utilizado na RPC para qualquer fim regulatório ou para qualquer outro fim que não seja permitido pelas leis ou regulamentos relevantes da RPC. Para os fins deste aviso legal, "RPC" refere-se ao continente da República Popular da China, excluindo Hong Kong, Macau e Taiwan.

NÚMERO DO RELATÓRIO

1436068

Contatos

Ana Arsov
MD-Financial Institutions
ana.arsov@moodys.com

+1.212.553.3763

CLIENT SERVICES

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454