



## **A correção no mercado de Private Debt americano e as lições para o mercado brasileiro**

As ações das Business Development Companies (ou “BDCs”) registram queda relevante de preços nos últimos 12 meses, com reflexo também sobre o valor das ações das Asset Managers alternativas americanas, em um movimento agravado nessa semana pela alteração das regras de resgate de um dos veículos da gestora Blue Owl. As BDCs são um dos instrumentos utilizados pelos veículos de private debt americanos, o segmento de maior crescimento na indústria de gestão de recursos nos EUA nos últimos anos (atualmente com mais de US\$ 1 trilhão em ativos). Nessa carta, buscamos abordar a natureza das BDCs, a origem do problema e os aprendizados para o mercado de crédito brasileiro

### **O que está acontecendo nos EUA?**

O crédito privado deveria ser o “yield seguro”, dominado por empréstimos que proporcionam prioridade no acesso ao fluxo de caixa e aos ativos das devedoras em caso de inadimplência. Nos EUA, os fundos de crédito (ou “private debt”) são dominados pelos maiores nomes globais da gestão de recursos, como Blackstone, Ares e Apollo. Para a maioria das pessoas (especialmente os investidores de varejo americanos), as BDCs são a única forma de acessar as operações de private debt diretamente, diversificando a alocação dos investimentos em ofertas públicas de bonds. As Business Development Companies (“BDCs”) pegam empréstimos no estilo institucional, empacotam os financiamentos concedidos e emitem ações negociadas em bolsa. A exposição aos empréstimos privados que fundos de pensão e investidores institucionais compram por meio de veículos fechados com prazos longos e investimentos mínimos de sete dígitos, o pequeno investidor consegue comprar através de ações das BDCs na sua corretora, com um dividendo gordo. O que poderia dar errado?

Na prática, algumas coisas.

Metade do setor de BDCs agora está nas mínimas, considerando um período de 52 semanas. Dividendos estão sendo cortados. Os empréstimos para empresas de software que boa parte dos veículos acumularam, estão sob escrutínio. E o valor justo dos empréstimos mantidos nos portfólios vem sendo submetidos a reavaliações.

Muitas gestoras listadas nos EUA possuem guidance de crescimento de ativos e lucros, o que ancora com frequência o valor das suas próprias ações (também listadas em muitos casos) e a remuneração de seus executivos. Isso cria incentivo para crescer, mesmo quando o empréstimo marginal pode não ser tão atraente.

Empresas de Software como Serviços (ou SaaS, em inglês) aparecem como o risco que estampa as manchetes. Um volume não desprezível de portfólios com empréstimos para empresas alavancadas desse segmento, apoiadas por fundos de private equity, assumiram um crescimento que poucas vezes apareceu. O risco de disrupção nesse setor causado pelo rápido avanço da IA cria incertezas sobre a prosperidade desses negócios e se, de fato, apresentam o valor que os empréstimos pressupunham.

Além disso, as taxas de juros nos EUA estão caindo, e a renda atrelada às taxas flutuantes das BDCs cai junto. Os spreads em novos empréstimos estão baixos devido à maior competição entre fundos de private debt (turbinados pela forte captação recente) e os próprios bancos, que voltam a ter algum incentivo para olhar para as empresas até então financiadasZ predominantemente por fundos e BDCs.

A queda nas ações das BDCs esse ano tem sido indiscriminada. Portfólios bons e ruins, ambos caindo, sem diferenciação do mercado. Apenas vendas. O que isso significa? Tudo está barato, ou

nada está.

Descobrir a resposta exige entender como esses veículos realmente funcionam, o que os números significam e onde os riscos se escondem. Afinal de contas, um yield de 12% pode ser um presente ou uma armadilha, dependendo do que há por baixo.

### **Uma introdução às BDCs**

BDCs são veículos utilizados para acessar um dos subsegmentos do mercado de crédito privado americano, focados em financiar pequenas e médias empresas. Investidores institucionais acessam crédito privado por meio de fundos fechados com prazos de lockup de vários anos e mínimos altos. O varejo, em geral, fica com as BDCs: os mesmos empréstimos subjacentes, mas empacotados em veículos que se alavancam e listam na bolsa as ações representativas de seu equity (ou o que seria um paralelo a uma cota subordinada de um FIDC no Brasil).

### **O que os investidores percebem que estão comprando através de uma BDC?**

Pense como um banco em que você pode comprar ações – só que, em vez de captar depósitos, as BDCs tomam empréstimos com investidores e com outros bancos. Elas fazem empréstimos, recebem juros, subtraem seus custos de captação e taxas, e repassam a maior parte do que sobre aos acionistas na forma de dividendos.

Os tomadores costumam ser empresas apoiadas por private equity, com algo entre US\$ 10 milhões e US\$ 250 milhões de EBITDA anual. Pequenas demais para emitir bonds no mercado público. Grandes demais (ou alavancadas demais), contudo, para um banco tradicional querer. As BDCs preenchem esse “vácuo”.

Os empréstimos são, majoritariamente, de taxa flutuante e sêniores com garantia. Os juros são reajustados conforme as taxas básicas da economia americana se movem. A BDC fica no topo da estrutura de capital quando algo dá errado. A maioria dos portfólios é 70% a 90% em first lien. Essa senioridade não significa que o investidor não pode perder dinheiro, mas significa que é o primeiro na fila para recuperar valor quando o tomador entra em dificuldade.

Por lei, BDCs precisam distribuir, pelo menos, 90% da sua renda tributável aos acionistas. Não é “generosidade” da gestão. É exigência regulatória em troca de não pagar imposto corporativo, semelhante ao que ocorre com REITs. O resultado são yields de dividendos tipicamente na faixa de 10% a 12%, o que atrai a maior parte dos investidores para o setor. Essa estrutura de incentivos poderia, inclusive, ser considerada no debate dos ativos financeiros incentivados no Brasil, com o objetivo de efetivamente canalizar mais crédito para empresas de pequeno e médio portes (assunto para uma outra carta).

O congresso americano criou a estrutura de BDC em 1980 para canalizar capital para empresas menores que não conseguiam acessar mercados públicos. Quarenta e seis anos depois, o veículo evoluiu muito além da intenção original. Blackstone, Ares, Apollo, KKR, Blue Owl e Morgan Stanley hoje operam BDCs listadas. O que começou como um nicho se tornou o principal modo de investidores de mercado público acessarem crédito privado.

Um ponto estrutural importante: BDCs eram, em sua maioria, veículos fechados com capital permanente. Diferente de um fundo mútuo (aberto), uma BDC listada não enfrenta resgates. Se investidores quiserem sair, vendem as ações no mercado (semelhante, nesse sentido, aos FIIs ou FIAGROs no Brasil). A BDC em si não precisa liquidar ativos. Isso é uma vantagem relevante em crises: o gestor não é forçado a vender empréstimos a preços deprimidos para pagar resgates. Também é uma das diferenças-chave entre BDCs listadas e as BDCs não listadas “perpétuas” que vêm chamando atenção com filas crescentes de resgate.

Uma inovação para esse formato surgiu na última década, quando surgiram as BDCs não listadas e perpétuas voltadas para o investidor de varejo qualificado nos EUA, com programas de resgate de

recursos limitados por trimestre. Foi justamente aí o problema na OBDC II, um dos veículos da Blue Owl enquadrados nessa categoria, que alterou suas regras para resgate antes trimestrais e limitados a 5% do valor líquido dos ativos do veículo para um programa de retorno de capital pro rata para os investidores, com o objetivo de acelerar as distribuições através da venda dos empréstimos mantidos no portfólio. Segundo a BDC Quarterly Wrap, as BDCs perpétuas não listadas sujeitas a pedidos de resgates, mesmo que limitados representavam 51% dos cerca de US\$ 500 bilhões em ativos sob gestão das BDCs (listadas e não listadas) ao final do 3T25.

### **Por que esse “vácuo” existe?**

Bancos dominavam o crédito para empresas até o início dos anos 2000 nos EUA. As regulações pós 2008, por meio do aumento de requerimento de capital próprio, tornaram caro manter empréstimos alavancados nos balanços bancários. Essas mudanças deixaram os bancos menos competitivos para prover empréstimos para esse segmento de companhias, abrindo o espaço para o significativo crescimento dos veículos de private debt.

Nesse contexto, as BDCs encontraram seu espaço. Elas podem manter os empréstimos que bancos não querem. Podem emprestar para empresas pequenas demais para o mercado de bonds e alavancadas demais para bancos tradicionais. E, como emprestam em um mercado com menos concorrência e mais fricções (frequentemente via acesso direto aos tomadores), conseguem cobrar yields que seriam impossíveis em mercados líquidos e eficientes.

A tese é essa: ineficiência estrutural cria “excesso” de yield. A dúvida é se essa ineficiência persistirá e se os spreads compensarão o risco.

### **O que as BDCs NÃO são?**

BDCs não são fundos de bonds. Não são bancos. Não são substitutos para os fundos mútuos abertos. São portfólios alavancados de empréstimos ilíquidos, marcados trimestralmente por gestores com incentivo de suavizar a volatilidade. As marcações são guiadas por modelos, não por preços de mercado. Essa distinção importa quando as coisas dão errado.

### **Por que isso importa agora?**

O crédito privado já passou de US\$ 1 trilhão em AUM. Para a maioria dos investidores de varejo, BDCs são a única forma real de acessá-lo. Mas não existe spread sem risco.

O primeiro impulso recente para as BDCs foi a alta de juros promovida pelo FED a partir de 2022: os rendimentos atrelados aos empréstimos em taxa flutuante dispararam, os dividendos subiram e as ações acompanharam. Agora, cada perna dessa operação está rodando ao contrário. As taxas estão caindo e os yields dos portfólios caem junto. Alguns nomes já cortaram dividendos ou sinalizaram cortes para 2026, reduzindo o apetite dos investidores pelas BDCs.

A sensibilidade aos juros não é uniforme no setor. Muitos empréstimos têm SOFR floors (pisos), tipicamente por volta de 1% a 2%. Isso significa que, se a SOFR cair abaixo do piso, o yield do empréstimo não cai mais. Alguns gestores também usam swaps ou caps para se proteger.

### **Estrutura das BDCs**

..

Fonte: Pitchbook e Advantage Data

A concorrência entre fundos e bancos está comprimindo o negócio pelo outro lado. Spreads em novas originações estão próximos às mínimas históricas. O mercado de empréstimos sindicalizados ficou agressivo em preço e está ganhando algumas operações que teriam ido para financiadores diretos um ano atrás. E não é só originação nova: empréstimos da “carteira antiga” também estão

sendo refinanciados com spreads menores, reduzindo os rendimentos das BDCs.

## **Rendimentos dos Portfólio das BDCs e Juros Básicos**

Fonte: Pitchbook e Advantage Data

Software é a maior exposição setorial no universo das BDCs: cerca de 20% do valor agregado do portfólio. A concentração aconteceu porque o segmento era visto como resiliente em recessões por ter receita recorrente e protegida por contratos de longo prazo. Essa tese pode até se sustentar fundamentalmente. Mas os empréstimos foram feitos com avaliações que embutiam múltiplos muito otimistas, e essas avaliações sofreram fortes correções.

O problema não está relacionado somente com a exposição ao setor de software. É uma combinação: avaliações de entrada que assumiam múltiplos altos num mercado que agora paga menos; alavancagem que pressupunha crescimento contínuo; sponsors de private equity que talvez não queiram ou não consigam injetar mais equity; incerteza com IA criando perguntas reais sobre o valor terminal; e pressão de refinanciamento conforme vencimentos se aproximam.

E a exposição não é igual para todos. Algumas BDCs apresentam mais de 30% em software, outras, entre 10% e 12%. E isso pode estar subestimado: gestores tem discricionariedade na classificação. Muitos negócios “adjacentes” acabam como “serviços empresariais” ou “healthcare IT”.

## **Evolução Trimestral dos Spreads dos Portfólios das BDCs (bps)**

Fonte: Pitchbook e Advantage Data

Os preços refletem a ansiedade: o setor negocia abaixo do NAV (valor patrimonial) e da média de cinco anos (mais perto do “par”). Muitos nomes individuais negociam entre 0,70x a 0,85x do book value.

Enquanto isso, o lado não listado do mercado de BDCs mostra rachaduras. O BCRED, BDC não listada “flagship” da Blackstone, viu pedidos de resgate chegando a aproximadamente 4,5% das ações em circulação no 4T25. Esses resgates não afetam diretamente as BDCs listadas, mas sinalizam mudanças de sentimento sobre esse segmento do crédito privado.

A questão é, o mercado está certo ou exagerando? BDCs rendendo entre 10% e 12% em crédito sênior com garantias, negociando com desconto relevante ao book é uma oportunidade? Historicamente, esse cenário recompensou quem fez o dever de casa em nomes específicos. Mas a margem de erro está menor do que em anos anteriores. A próxima perna tende a ser sobre eficiência na seleção de crédito, não sobre o rendimento implícito nos preços de mercado em si.

## **Como as BDCs ganham dinheiro?**

A partir de uma captação de uma taxa média menor (incluindo custos) e do empréstimo a uma taxa maior. A diferença é o spread e é isso que paga o investidor acionista.

Do lado dos ativos, o portfólio típico rende algo entre 10% e 11%. Do lado dos passivos, o custo médio de funding é menor porque BDCs se financiam com uma mistura de equity (sem custo direto de juros), bonds não garantidos e linhas rotativas de crédito.

## **Exposição setorial a software / tecnologia por BDC (% NAV)**

Fonte: Pitchbook e Advantage Data

Importante saber que as BDCs podem operar com, no máximo, 2,0x dívida/patrimônio. Esse limite foi elevado de 1,0x em 2018 (Small Business Credit Availability Act), efetivamente dobrando a capacidade de endividamento do setor. Na prática, a maioria opera bem abaixo: em geral 0,9x a 1,25x. A diferença de alavancagem é relevante: uma BDC com 1,0x tem capacidade de crescer sem emitir novas ações e uma com 1,4x tem menos espaço para absorver perdas de marcação antes de esbarrar no teto regulatório.

Agora, o número que realmente importa: NII (Net Investment Income). NII remove ganhos/ perdas realizados e não realizados do portfólio e captura a renda recorrente por fazer empréstimos – basicamente juros, mais alguma receita de fees de originação e emendas. NII é o que cobre o dividendo, uma espécie de resultado efetivamente convertido em caixa. Se o NII por ação excede o dividendo, o pagamento é sustentável. Se não excede, algo precisa ser ajustado. FIIIs e Fiagros no Brasil vivem dilema semelhante.

## **S&P BDC Index - Evolução histórica do Preço / Valor Patrimonial**

Fonte: Pitchbook e Advantage Data

Lucro líquido contábil é outra história, já que podem incluir mudanças de marcação a mercado do portfólio, que podem oscilar muito sem que haja evento de caixa. Se um empréstimo é marcado 2 pontos para baixo não significa que o tomador parou de pagar. É, contudo, uma sinalização útil para acompanhar a tendência de crédito ao longo do tempo, mas NII é a linha que mostra se o cheque do dividendo “é real”.

### **O lado do passivo: onde as BDCs podem ter problemas?**

A maior parte das análises das BDCs e dos fundos de private debt foca nos ativos (quais empréstimos, qualidade de crédito, yield). Faz sentido, já que são os ativos que efetivamente geram a renda.

Mas BDCs também podem ter problemas pelo lado do passivo, principalmente pelo crescimento dos veículos não listados sujeitos a pedidos (mesmo que limitados) de resgate orientados ao público de varejo qualificado nos EUA.

Tipicamente, uma BDC se financia com três fontes: linhas rotativas de bancos, bonds não garantidos e equity. Algumas também usam debêntures SBIC para fomento de empréstimos a pequenas e médias empresas, com garantia do governo dos EUA, mais barata, de longo prazo e com taxa fixa. A mistura importa para flexibilidade, custo e risco de refinanciamento.

Um problema imediato originado com essa dinâmica de funding está relacionado com as emissões de dívidas baratas, sem garantia, por parte das BDCs, quando as taxas de juros estavam próximas a zero e as captações de títulos públicos de 5 anos apresentavam cupom de 3% a 4% a.a. Essa dívida agora começa a vencer, e seu refinanciamento significa emitir a 6% e 7% (ou mais). Mesmo se o lado dos ativos estiver perfeito, esse maior custo de funding bate direto no NII – comprimindo os rendimentos líquidos para os investidores independentemente da qualidade de crédito dos portfólios.

A dinâmica mais perigosa é a desalavancagem forçada. BDCs precisam manter índices de cobertura de ativos (Investment Company Act), o que se traduz no máximo de 2,0x dívida/patrimônio. Se o NAV dos veículos cai por perdas de marcação ou pelo pagamento de resgates aos investidores, a alavancagem sobe automaticamente mesmo sem pegar mais um dólar. Quando isso ocorre, as opções são limitadas: vender ativos a preços ruins; cortar o dividendo para reter capital; ou tentar levantar equity com um desconto enorme de preço em relação ao valor patrimonial.

Por isso, a estrutura do passivo merece tanta atenção quanto a dos ativos. Uma BDC com

vencimentos bem escalonados, baixa alavancagem e pouca necessidade de refinanciamento no curto prazo apresenta mais flexibilidade para atravessar uma crise do que uma que roda com em alavancagem agressiva e com uma série de vencimentos próximos.

### **Por que o mercado de fundos de crédito no Brasil é diferente?**

Apesar de o mercado financeiro brasileiro ser razoavelmente sofisticado, principalmente para padrões de outros países emergentes, as estruturas dos fundos de crédito locais são muito distintas das BDCs. Aqui, os produtos que compõem o mercado de crédito são melhor definidos em termos de atuação. Os fundos abertos abrangem emissões públicas de títulos, enquanto FIDCs em geral e fundos fechados, como listados e cetipados, são direcionados para teses de investimentos definidas. Adicionalmente, é raro encontrar tranches de veículos de crédito subordinadas/alavancadas (o que seria equivalente às ações das BDCs) até mesmo entre investidores institucionais. Não temos registro desse tipo de estrutura para investidores qualificados de varejo. Essas tranches subordinadas ficam quase sempre com os originadores dos empréstimos, melhorando a estrutura de alinhamento de interesses e adicionando o componente de skin in the game.

Outras diferenças também merecem ser pontuadas. No Brasil, nenhuma emissão de companhias do setor de software faz parte do IDEX-CDI (composto por mais de 400 debêntures). A marcação do valor justo dos ativos é realizada por um administrador, regulado e segregado do gestor – diferente das BDCs onde o gestor marca a própria carteira. Por fim, as debêntures mantidas em fundos de investimentos representam uma fração pequena frente aos financiamentos para pessoas jurídicas nos balanços dos bancos locais, próxima a 8% em 2025, sugerindo um mercado marginal com elevado potencial para absorver esses empréstimos em caso de necessidade de venda. Nos EUA, o mercado de private debt já representava cerca de 37% do saldo de empréstimos corporativos mantidos em balanços bancários.

Essas diferenças não significam que não devemos aprender com as experiências americanas. O direct lending tem seus méritos, em especial pela capacidade de customização de soluções de capital para projetos e empresas pouco atendidas pelos canais bancários tradicionais. O limite de crescimento desse mercado, entretanto, depende do próprio avanço dos setores econômicos e de sua demanda por capital. Expandir agressivamente os veículos em função de guidance de crescimento para o mercado de ações, flexibilizando estruturas prudentes de passivo são ações que devemos guardar para não repetir aqui. No final, os investidores devem representar o stakeholder central das gestoras de recursos e a percepção de valor durante sua jornada é fundamental para a sustentabilidade do negócio.

**\*Alexandre Muller** é CIO da JGP Crédito

**Fonte:** [Abrapp em Foco](#), em 15.05.2026.