1. Introdução

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios multi cedente e multi sacado (FIDCs MC/MS) no Brasil e o Direct Lending nos Estados Unidos nasceram do mesmo imperativo econômico: prover crédito a empresas que, por porte, perfil de risco ou ausência de histórico público, não acessam o mercado de capitais tradicional. Em ambos os casos, trata-se de intermediação privada de crédito, negociada de forma bilateral e fora das bolsas.

No Brasil, os FIDCs MC/MS financiam majoritariamente pequenas e médias empresas (PMEs) por meio de aquisição de recebíveis comerciais ou linhas de capital de giro. Nos Estados Unidos, o direct lending — estratégia que hoje representa 52% do mercado global de private credit, ante 18% em 2010 (Morgan Stanley/PitchBook, 2026) — estende crédito sênior ou unitranche a empresas do middle market, muitas vezes financiando leveraged buyouts (LBOs), que constituem uma destinação de recursos mais arriscada.

A convergência não esconde diferenças em estrutura, perfil de crédito, incentivos, transparência, liquidez e performance. Este artigo as examina com apoio no FSB (2026), Morgan Stanley/PitchBook (2026), BIS (2025), Painel ANFIDC (abril/2026), levantamentos da Uqbar e estatísticas do Banco Central, além de informações compiladas pela Bradesco Asset.

2. A relevância e o tamanho das duas teses na economia

2.1 Direct Lending nos Estados Unidos

O private credit nos EUA atingiu cerca de US$ 2,7 trilhões em ativos sob gestão ao final de 2025, com projeção de US$ 3,8 trilhões até 2029 (PitchBook/Morgan Stanley, 2026). O direct lending responde por cerca de 52% — a maior estratégia individual da classe.

O crescimento foi acelerado — de 18% do private credit em 2010 para 52% em 2025 (Morgan Stanley/PitchBook, 2026) — ritmo que suscita atenção, pois pode indicar relaxamento dos padrões de concessão. O middle market americano, alvo do direct lending, representa cerca de um terço do PIB do setor privado dos EUA (National Center for the Middle Market, 2025).

Apesar da relevância e do crescimento vertiginoso, o direct lending representa parcela menos expressiva (por volta de 5%) quando comparado ao estoque total de dívida corporativa não financeira americano que está ao redor de US$ 14 trilhões.

2.2 FIDCs Multi Cedente e Multi Sacado no Brasil

A indústria brasileira de FIDCs encerrou 2025 em cerca de R$ 833,5 bilhões de patrimônio líquido, alta de 30,3% sobre 2024 (Uqbar, 2026). O Painel ANFIDC (abril/2026) reporta um mercado de FIDC multi cedente multi sacado de R$ 82 bilhões (excluindo FIC de FIDC), equivalente a pouco mais que 5% do saldo de crédito com recursos livres para pessoa jurídica do Sistema Financeiro Nacional (R$ 1,584 trilhão).

A amostra da ANFIDC considera 368 fundos ativos.

3. Diferenças e semelhanças entre os FIDCs MC/MS e o Direct Lending

3.1 Perfil de tomador, prazo, alavancagem, garantias, destinação e taxas

Os FIDCs MC/MS operam com carteiras pulverizadas em cedentes (originadores dos recebíveis) e sacados (devedores finais). O lastro usualmente são recebíveis comerciais de curto prazo, tipicamente vencendo em até 180 dias (critério ANFIDC), ou dívidas corporativas de curto e médio prazo, com elevado giro, o que facilita a identificação de alteração no comportamento de pagamento dos créditos. A destinação é majoritariamente capital de giro; a alavancagem do tomador, ainda que tenha intervalo bastante amplo, é mitigada por colaterais que garantem o fluxo de pagamento — os próprios recebíveis cedidos, em muitos casos com coobrigação do cedente.

Já o direct lending atende empresas com EBITDA de US$ 10M a US$ 250M (mid-market), onde cerca de 75% dos tomadores têm EBITDA inferior a US$ 100M (FSB, 2026). O prazo médio é de 2 a 6 anos, majoritariamente bullet, sem amortização de principal antes do vencimento. A diferença é central: nos FIDCs MC/MS o principal é recebido continuamente e a deterioração aparece rápido; nos empréstimos longos americanos ela pode ficar oculta por anos.

As estratégias concentram-se em first lien (sênior, com prioridade de recebimento) e unitranche — esta combinando dívida sênior e júnior num único instrumento. Ambas somadas atingiram US$ 1,3 trilhão em 2025. Importante destacar que first lien não implica colateral: parte relevante das operações é cash flow lending, baseada na geração de caixa e não em garantias reais ou que gerem fluxo de pagamento para as dívidas (BIS, 2025).

A destinação é um diferenciador crítico. O direct lending tornou-se financiador central de LBOs: a fatia dos bancos nesse mercado não supera 50% desde 2019 e caiu a 7% em 2023, migrando para os fundos de private credit (Morgan Stanley/PitchBook, 2026). O LBO é uma destinação mais arriscada que o capital de giro dos FIDCs MC/MS, por vincular o serviço da dívida à geração de caixa futura de empresas adquiridas com alta alavancagem.

Considerando as taxas praticadas, o direct lending opera com spreads médios de 400-500 pontos-base acima do SOFR, refletindo o prêmio pelo risco de crédito e de iliquidez (Morgan Stanley, 2026), uma vez que pratica taxas acima dos high yield bonds e empréstimos sindicalizados.

No Brasil, as taxas dos FIDCs MC/MS são de difícil aferição, dado a dificuldade de compilar dados. Entre os FIDCs MC/MS monitorados pela Bradesco Asset temos carteiras com taxas entre 25% e 45% ao ano.

3.2 Estrutura de capital e liquidez

Os FIDCs têm cotas hierarquizadas: Sênior (65%–90% do PL, com preferência), Mezanino (subordinação intermediária) e Subordinada (primeiras perdas, 10%–25%). No direct lending americano, boa parte dos veículos possuem alavancagem menor que os fundos brasileiros (entre 0 e 50%). Para os BDCs, há uma restrição regulatória que limita a alavancagem. Apesar da menor alavancagem nos veículos, ela se dá no nível do ativo em que fundos de Direct Lending financiam cerca de 60% do enterprise value dos tomadores.

Considerando a liquidez dos veículos, o mercado brasileiro é predominantemente de fundos fechados — os condomínios fechados representam cerca de 74,55% do PL da indústria em 2025 (Uqbar, 2026). Nos FIDCs MC/MS, o ativo curto com amortização contínua dá liquidez orgânica para as carteiras, mitigando o risco de resgates ou de rolagem dos vencimentos das cotas.

No direct lending, a maioria dos veículos também é fechada, mas o FSB (2026) registra avanço de estruturas com resgate periódico — BDCs negociados em bolsa, BDCs perpétuos não negociados e fundos evergreen (BDCs ultrapassaram US$ 300 bilhões em 2025). Essa abertura, somada à entrada do varejo, eleva o risco de descasamento de prazo entre ativo e passivo. O elevado nível de solicitações de resgates, fez com que diversos BDCs semi líquidos restringissem o valor dos resgates esse ano.

3.3 Avaliação dos ativos, incentivos dos originadores e transparência

A avaliação dos ativos diverge entre os mercados. No Brasil, a marcação é feita por um administrador terceiro independente, o que adiciona governança. Nos EUA, cabe à própria gestora, em bases trimestrais e com ampla discricionariedade; o FSB (2026) aponta incentivo a suavizar choques e uso crescente de agências de rating menores, algo que a imprensa vem apontando como risco de flexibilização nos critérios para atender as seguradoras.

Um diferencial importante dos FIDCs MC/MS bem estruturados é a distribuição de incentivos: o agente que origina e monitora a carteira detém as cotas subordinadas na maioria dos fundos. Sua remuneração principal é o retorno do portfólio, não uma taxa dissociada da performance. É o credor com skin in the game, com incentivo direto a selecionar, monitorar e cobrar bons créditos.

Nos EUA o incentivo é distinto: as grandes gestoras são listadas ou controladas por grupos listados, com executivos remunerados por ações atreladas a guidance de crescimento de AUM — incentivo a crescer mesmo em um contexto adverso para novas concessões. O FSB (2026) destaca ainda o conflito das casas que operam private equity e private credit simultaneamente, financiando através de instrumentos de dívida empresas em que possuem participação acionária.

A transparência é fragilidade comum. No Brasil, as recompras de recebíveis inadimplentes carecem de padronização: podem ser pagamento em caixa feita pelo cedente do direito creditório, substituição dos títulos ou rolagem — eventos de risco distinto reportados de forma indiferenciada. Nos EUA, a opacidade vem do PIK e da forma em que os créditos são estruturados (de longo prazo muitas vezes sem amortizações de principal té o vencimento), em que um baixo nível de inadimplência pode não refletir o risco de crédito efetivo. Em ambos, a baixa parametrização na marcação gera discrepâncias.

Tabela 1 – Síntese comparativa entre FIDCs MC/MS e Direct Lending

Dimensão	FIDC Multi Cedente / Multi Sacado (Brasil)	Direct Lending (Estados Unidos)
Perfil de tomador	PMEs; carteiras pulverizadas de cedentes e sacados	Mid-market: EBITDA de US$ 10M–250M; cada vez mais large-cap
Prazo médio	Curto prazo (recebíveis tipicamente vencendo em até 180 dias)	2–6 anos; majoritariamente bullet, sem amortização antecipada
Destinação dos recursos	Majoritariamente capital de giro	Capital de giro, aquisições e, de forma relevante, LBOs
Alavancagem do tomador	Intervalo pode ser alto, mas usualmente conta com colaterais que garantem o fluxo de pagamento (recebíveis)	5–6x Dívida Líquida/EBITDA (até ~7x retirando ajustes de EBITDA)
Garantias	Lastro em recebíveis comerciais; coobrigação do cedente em muitos casos	First lien (prioridade de recebimento), mas nem sempre com colateral; unitranche
Estrutura de capital do fundo	Cotas Sênior (~80%), Mezanino e Subordinada (~10–20%, retida pelo consultor)	Baixa alavancagem (ao redor de 50%, quando há), mas mais de 40% do enterprise value dos tomadores no nível dos ativos do fundo
Liquidez dos fundos	Majoritariamente fechados; prazo curto do ativo mitiga descasamento	Maioria fechados; crescimento de BDCs e evergreen com resgate periódico
Avaliação dos ativos	Gestor + Administrador terceiro independente	Pela própria gestora; significativo poder discricionário

Incentivo do originador	Consultor retém a cota subordinada; remuneração atrelada ao retorno do portfólio	Gestoras remuneradas por preço de ações e crescimento de AUM
Transparência	Baixa; recompras com pouca padronização (caixa, substituição ou rolagem)	Baixa; PIK obscurece risco efetivo; avaliação trimestral discricionária

4. Performance recente e histórica

4.1 Retorno

O direct lending tem histórico de retornos atrativos: pelo Cliffwater Direct Lending Index (CDLI, ~US$ 514 bilhões em empréstimos de BDCs), a estratégia rendeu em média 9,55% ao ano desde 2004 (Morgan Stanley/Cliffwater, 2026). As perdas anualizadas do segmento sênior (CDLI-S) foram de 0,48% entre 2017 e 2025, abaixo de leveraged loans (1,14%) e high yield (2,38%). O nível mais baixo de perdas e taxas praticadas mais altas quando comparados a outros mercados de dívida corporativa, somados a baixa transparência geram questionamentos sobre a performance efetiva desses portfólios.

No Brasil, há dificuldade de compilação de dados para verificar a performance dos FIDCs MC/MS. Dado que há um intervalo grande entre os níveis de alavancagem dos fundos e entre os custos administrativos dos mesmos, para melhor padronização preferimos avaliar a performance dos FIDCs, considerando seu retorno bruto descontados das despesas decorrentes de perdas e inadimplência.

Nos FIDCs monitorados pela Bradesco Asset, temos a taxa média das carteiras ao redor de 30% a.a. com perdas anuais ao redor de 3%-6% em um horizonte de 3 anos.

Esses dados inferem que em média o portfólio dos fundos estão saudáveis e não apresentam sinais de deterioração, mesmo com o elevado nível da taxa SELIC. Essas evidências não excluem situações de deteriorações específicas de determinados fundos, mas corroboram com a sustentabilidade da indústria.

4.2 Inadimplência

Em uma amostra mais ampla, o Painel ANFIDC (abril/2026) dá o retrato mais atual do segmento MC/MS: 86,1% de créditos a vencer (R$ 71,047 bilhões) e 9,2% vencidos (R$ 7,590 bilhões), com PDD de R$ 7,030 bilhões (9,5% do PL). Os vencidos acima de 90 dias somam R$ 3,503 bilhões (4,2% do PL). A PDD recuou 8,5% em doze meses, sinalizando estabilização recente.

Nos EUA há sinais preliminares de elevação da inadimplência: o FSB (2026) reporta defaults diretos baixos (~1%), que sobem a ~5% incluindo selective defaults, patamar próximo ao do high yield. Um estudo de tomadores em CLOs de middle market apontou que cerca de 30% das empresas não cobriam juros, impostos e capital de giro com seu fluxo de caixa, proporção que cresce para mais de 40% ao incluir CAPEX (S&P apud FSB, 2026).

Sob esse aspecto temos diferenças relevantes. Os spreads praticados pelos fundos brasileiros são substancialmente maiores que os americanos, o que permite portfólio com níveis de perda mais elevados. Além disso, a cobertura de provisões bastante superior aos atrasos de 90 dias reforça indícios de avaliação correta dos ativos. Nos fundos americanos, temos o perfil dos empréstimos (majoritariamente longos) e um volume crescente de renegociações (PIK), além de menos gordura na remuneração do portfólio que podem trazer desconfortos.

4.3 Recompras e PIK

No mercado brasileiro, as recompras são um mecanismo central de gestão da inadimplência nos FIDCs MC/MS, mas sua heterogeneidade — pagamento em caixa, substituição de títulos ou rolagem

— dificulta a leitura da qualidade real da carteira.

Nos EUA, o PIK é o indicador análogo de estresse latente: em 2025, cerca de 12% dos empréstimos tinham característica de PIK, metade via PIK toggle (ativável pelo tomador). O uso cresce de forma consistente desde 2022, acompanhando a alta de juros. O FSB (2026) associa o PIK toggle a aumento de 1 a 2 pontos percentuais na probabilidade de inadimplência no trimestre seguinte.

O gráfico a seguir consolida a evolução da taxa de default (incluindo selective defaults) e do uso de PIK no direct lending americano, evidenciando a trajetória ascendente de ambos desde 2022.

Gráfico 1 – Evolução da taxa de default e do uso de PIK no Direct Lending (EUA), 2022–2025. Fonte: FSB (2026); S&P Global; Fitch Ratings. Valores aproximados a partir de séries reportadas.

5. Conclusão

A comparação revela dois mercados com o mesmo objetivo — prover crédito a empresas sem acesso ao mercado público — mas que divergem em estrutura, incentivos, perfil de risco e performance.

Os FIDCs MC/MS têm traços mais benignos: incentivo alinhado pela retenção da cota subordinada, destinação a capital de giro (menos arriscada que LBOs), alavancagem mitigada por colaterais que muitas vezes geram fluxo de pagamento, taxas dos portfólios (descontado de perdas) mais altas, prazos curtos que expõem rápido a carteira e avaliação dos ativos por administrador terceiro independente. O Painel ANFIDC (abril/2026) confirma um segmento em crescimento (PL de R$ 82,5 bilhões, +28,4% em doze meses), com inadimplência estável e PDD em recuo.

Ainda assim, o MC/MS é parcela pequena do universo de FIDCs, e o mercado mais amplo contém estruturas menos alinhadas — em que o originador ou estruturador não retém risco ou FIDCs em que o sponsor prioriza crescimento em detrimento da sustentabilidade da carteira de crédito.

Há ainda riscos de liquidez em estruturas criadas para atender o investidor qualificado, como FIDCs abertos que compram cotas de FIDCs fechados e oferecem resgate curto sem estrutura de gates. Soma-se o forte aumento do número de gestores, que suscita dúvidas sobre execução e monitoramento.

O direct lending enfrenta seu primeiro teste material após uma década de expansão (de menos de 20% para 52% do private credit global). Os sinais são concretos: inadimplência crescente (até ~5% com selective defaults), avanço do PIK, alavancagem alta com ajustes de EBITDA questionáveis, avaliação discricionária, exposição ao software ameaçado pela IA e incentivos voltados ao crescimento de AUM.

Em síntese, os FIDCs MC/MS têm incentivos mais alinhados ao portfólio, com destinação de recursos e portfólios que parecem mais benignos — embora ambos compartilhem o risco de avaliação dos ativos e de credibilidade.

O objetivo desse artigo não é prever a performance futura desses mercados mas trazer suas características, avaliando suas fortalezas e potenciais fragilidades.

Referências

ANFIDC – Associação Nacional dos Participantes em Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. Painel ANFIDC – FIDC Multicedentes e Multissacados, Ano II, Edição N°7. Abril de 2026.

Bank for International Settlements (BIS). The Global Drivers of Private Credit. BIS Quarterly Review. Março de 2025.

Banco Central do Brasil. Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) e Estatísticas Monetárias e de Crédito. 2015–2026.

Financial Stability Board (FSB). Report on Vulnerabilities in Private Credit. 6 de maio de 2026.

Morgan Stanley Investment Management. Evolution of Direct Lending: Direct Lending Primer. 2026.

National Center for the Middle Market. Mid-Year 2025 Report. 2025.

PitchBook / LSEG. Private Credit Market Data. 2025–2026.

S&P Global e Fitch Ratings. Private Credit and Middle-Market Performance Monitors. 2025.

Uqbar. Anuário e levantamentos do mercado de FIDCs. 2025–2026.

Liberum Ratings. Newsletter Indicadores e Insights.

---

*Eduardo Junqueira da Silva Telles é Gestor de Crédito Estruturado na Bradesco Asset Management

Fonte: Abrapp em Foco, em 22.06.2026