

The Weekly Globe

Resgates em **crédito privado**: entendendo os **limites de liquidez** em **fundos evergreen**

28/Abr/26

Tempo de leitura: 6 min

Os textos do relatório expressam as opiniões dos autores , não necessariamente do Comitê de Investimentos.





Eduardo Anton
Team Leader – Fund Specialists
Banco Itaú International

Resumo

Os fundos evergreen tornaram-se uma das inovações mais relevantes dos mercados privados, ampliando o acesso a classes de ativos que historicamente eram restritas a investidores institucionais. No entanto, a recente elevação dos pedidos de resgate em grandes plataformas de crédito privado trouxe novamente à tona o debate sobre como funciona a liquidez desses veículos.

Neste artigo, analisamos a estrutura de liquidez dos fundos *evergreen*, apresentamos a distinção entre o conceito de "*gates*" e de "*liquidity caps*" e explicamos como essa característica desses ativos pode ser utilizada a favor dos investidores – e não contra.

Repensando o termo "semi-líquido"

O termo "semi-líquido" passou a ser amplamente utilizado para caracterizar fundos *Evergreen*. Porém, embora seja útil de forma direcional, ele pode induzir a interpretações equivocadas.

A liquidez nesses veículos não é contínua nem garantida, ela é periódica e condicional. Os investidores podem solicitar resgates, mas a efetiva liquidação depende de limites previamente definidos e descritos no prospecto do fundo. De forma geral, esses fundos oferecem liquidez trimestral equivalente a cerca de 5% do valor líquido do ativo (NAV, na sigla em inglês para "*Net Asset Value*").

Mais importante ainda do que isso é destacar que um foco excessivo na liquidez pode levar à subestimação da proposta central de valor das estruturas *Evergreen*, que reside em outros atributos. Esses fundos oferecem diversas vantagens estruturais aos investidores de *private wealth*, entre elas:

- Alocação imediata de capital, reduzindo o *cash drag*, ou seja o custo do dinheiro parado, aguardando investimento.
- Ausência do efeito *J-curve*, uma vez que os portfólios já se encontram investidos.
- Diversificação por *vintage*, ou seja, com diferentes prazos de vencimento, por meio de alocação contínua ao longo dos ciclos de mercado.
- Experiência operacional simplificada, sem chamadas de capital ou distribuições.

Essas características são fundamentais para identificar e reconhecer a atratividade dos fundos *evergreen*, especialmente para investidores de *private wealth* que buscam acesso eficiente aos mercados privados.

A liquidez deve ser entendida como um resultado da estrutura, e não como seu objetivo principal. Como os fundos *evergreen* investem em ativos inerentemente ilíquidos (como empréstimos privados, projetos de infraestrutura ou *private equity*), a gestão da liquidez precisa ser criteriosa.

Tipicamente, os fundos oferecem liquidez trimestral de até aproximadamente 5% do NAV. Esse limite reflete a capacidade do gestor de gerar liquidez por meio de:

- Fluxos de caixa do portfólio (receita de juros e amortizações)
- Novas subscrições que compensam resgates
- Parcelas mais líquidas do portfólio ou exposições a mercados públicos
- Linhas de crédito para necessidades de curto prazo

Esse arcabouço permite uma liquidez equilibrada e sustentável, evitando vendas forçadas de ativos.

"*Gates*" vs. "*Caps*": uma distinção fundamental

Nos últimos meses, o termo "*gating*" tem sido amplamente utilizado em referência à realização parcial de resgates em grandes fundos *evergreen*. Contudo, essa terminologia é frequentemente imprecisa.

Um *gate*, em seu sentido tradicional, costuma ser:

- Discricionário, aplicado pelo gestor em condições de estresse.
- Motivado por eventos específicos, frequentemente associados a disrupções de mercado.
- Restritivo, limitando temporariamente o acesso dos investidores.

Por outro lado, o que predomina na maioria dos fundos *evergreen* é substancialmente diferente.

Um limite de liquidez (*liquidity cap*) em estruturas *evergreen* é, em geral:

- Predefinido e estrutural, divulgado previamente na documentação do fundo.
- Sistemático, aplicado de forma consistente ao longo do tempo.
- *Pro rata*, assegurando tratamento igualitário a todos os investidores.

Em vez de ser ativado em momentos de estresse, o *liquidity cap* está sempre em vigor. Ele apenas se torna mais visível quando os pedidos de resgate superam a capacidade disponível de liquidez. **Essa distinção é relevante: qualificar esse mecanismo como *gate* sugere uma falha no sistema, quando, na realidade, trata-se do sistema funcionando conforme o planejado.**

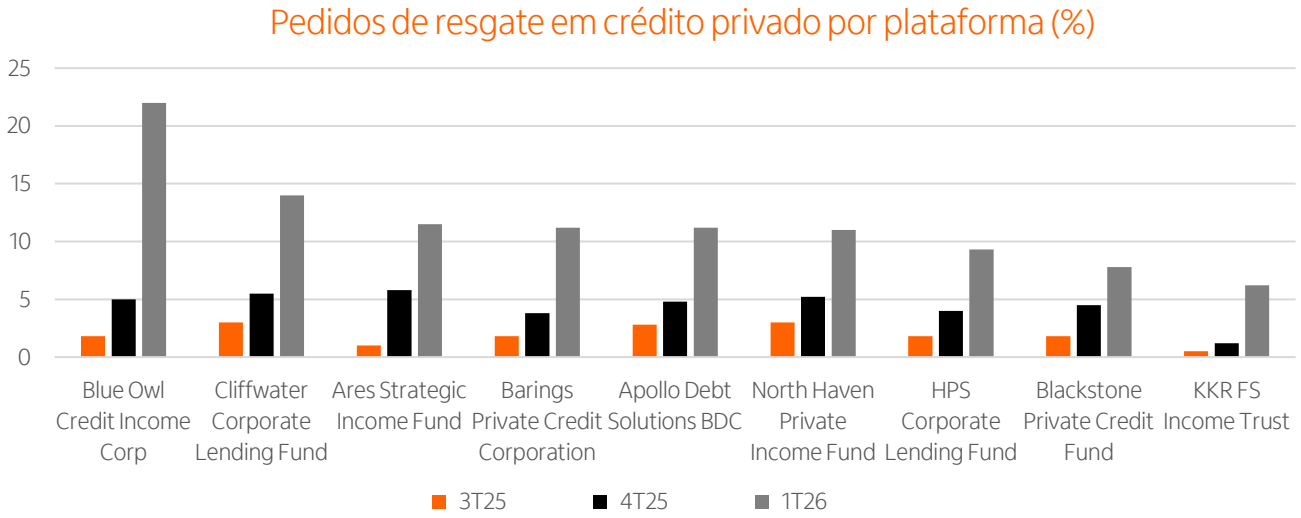
Dinâmica recente de mercado: um exemplo prático em crédito privado

Nos trimestres mais recentes, observamos um volume elevado de pedidos de resgate em diversas grandes plataformas de crédito privado, incluindo Apollo, Blackstone, Blue Owl, Ares, KKR e HPS.

Em muitos casos, os fundos atenderam apenas parte dos pedidos, carregando o saldo remanescente para períodos subsequentes. Mas é importante destacar que:

- A liquidez não foi suspensa, mas alocada de forma proporcional.
- A geração de renda dos portfólios permaneceu relativamente estável.
- Os *valuations* dos portfólios apresentaram volatilidade limitada.

Esse comportamento reflete um princípio central: a liquidez é gerida para proteger o valor no longo prazo, e não para maximizar a flexibilidade no curto prazo.



Fonte: Registros públicos e Itaú Private Bank

Por que os limites de liquidez importam?

A existência de um limite de liquidez não representa uma limitação, mas sim uma proteção. Na ausência desse mecanismo, diante de grandes volumes de resgates, gestores provavelmente teriam de vender ativos no mercado secundário com desconto, alterar a construção dos portfólios e/ou aumentar a dependência de alavancagem nos fundos, o que poderia prejudicar os investidores remanescentes.

Em contrapartida, os *liquidity caps* nas estruturas *evergreen* asseguram equidade, por meio do tratamento *pro rata* que já mencionamos, preservação da estabilidade do portfólio, mitigação de vendas forçadas de ativos e alinhamento entre as expectativas dos investidores e a liquidez dos ativos subjacentes.

Nesse sentido, os limites de liquidez cumprem papel semelhante ao da disciplina de *underwriting* nos mercados privados: proteger os resultados ao longo de todo o ciclo de investimento.

Alinhando expectativas à estrutura

Os fundos *evergreen* representam um avanço relevante ao ampliar o acesso aos mercados privados. Contudo, eles não eliminam as características fundamentais dessa classe de ativos. Os mercados privados continuam sendo ilíquidos por natureza, de horizonte de longo prazo, além de dependentes da execução do gestor e da construção do portfólio.

Assim, os mecanismos de liquidez dos fundos *evergreen* devem ser entendidos como complementos, e não substitutos, desses atributos centrais. Para os investidores, isso implica alinhar suas alocações às necessidades de liquidez, ao horizonte de investimento e aos objetivos de portfólio.



Principais conclusões

- Fundos *evergreen* são frequentemente descritos como "semi-líquidos", mas sua liquidez é periódica e condicional, não contínua.
- Os principais benefícios dos fundos *evergreen* incluem alocação imediata, ausência de "*J-curve*" e diversificação por *vintage*.
- Os chamados "*gates*" nesses fundos são, na realidade, limites de liquidez ("*liquidity caps*").
- Diferentemente dos "*gates*", os "*caps*" são predefinidos, sistemáticos e aplicados de forma *pro rata*, e não restrições discricionárias.
- A recente atividade de resgates em grandes plataformas demonstra que esses mecanismos estão funcionando conforme o previsto.
- Compreender essas dinâmicas é essencial para calibrar adequadamente as expectativas ao investir em mercados privados.

Confira também



Reuniões do FMI: os mercados estão **complacentes** em relação aos **riscos?**

Acessar relatório



Desafios e **armadilhas de decisão** que a guerra impôs aos cotistas dos **fundos multimercardo**

Acessar relatório



Como o **conflito no Oriente Médio** afeta o retorno das **Treasuries americanas**

Acessar relatório

Este e muitos outros conteúdos **você encontra em um só lugar**

Private Insights

O que achou deste conteúdo?



Informações relevantes

Este material foi preparado pelo Banco Itaú International e disponibilizado pelo Itaú Unibanco S.A ("Itaú Unibanco"). Este documento contém informações obtidas de fontes consideradas confiáveis pelo Banco Itaú International e reproduzidas no todo ou em parte e na forma original ou modificada. Ele está sendo fornecido apenas para fins informativos e não pretende ser uma recomendação ou oferta para um produto, serviço ou opinião legal.

Este relatório não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da regulamentação que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição.

As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem a precisão das informações contidas neste material e não são responsáveis por quaisquer danos diretos ou indiretos que possam resultar do uso deste material e de seu conteúdo. Este documento e qualquer informação relacionada a ele são fornecidos com a condição de que sejam estritamente confidenciais e que nenhuma responsabilidade ou obrigação relacionada a ele se vincule ao Banco Itaú International, ao Itaú Unibanco ou a qualquer de seus executivos, funcionários ou agentes.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem que essas informações sejam atuais e não tem obrigação de atualizá-las no futuro.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco se reservam o direito de alterar ou excluir qualquer parte das informações aqui contidas sem aviso prévio.

Este documento não leva em consideração objetivos individuais de investimento, condição financeira ou necessidades dos investidores. As informações contidas no documento não devem, em circunstância alguma, por si só, constituir fundamento para qualquer decisão de investimento. Além disso, não exclui nem substitui a análise que deve ser realizada por qualquer investidor antes de tomar uma decisão de investimento. Nem as informações nem as opiniões aqui expressas constituem uma oferta ou convite para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou produtos de investimento.

Os investidores devem procurar consultoria financeira tributária jurídica e/ou contábil independente, conforme o caso, antes de tomar qualquer decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. As decisões de investimento só devem ser tomadas após a compreensão dos riscos envolvidos, a análise dos objetivos pessoais e a leitura cuidadosa do material de vendas e outros documentos relacionados ao investimento desejado.

As contas mantidas no Banco Itaú International são regidas pelos termos e condições específicos sob a jurisdição dos Estados Unidos da América.

Este documento e qualquer informação fornecida em conexão com este documento são estritamente confidenciais e não podem ser reproduzidos ou redistribuídos a terceiros sem o consentimento expresso por escrito do Banco Itaú International ou do Itaú Unibanco.