RCMOS – O Saber Multidisciplinary Scientific Journal. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brazil.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

# Prêmio de iliquidez e risco de crédito em fundos de investimento em direitos creditórios: fundamentos teóricos, arquitetura regulatória e agenda de mensuração no mercado brasileiro

*Illiquidity premium and credit risk in Brazilian receivables investment funds (FIDCs): theoretical foundations, regulatory architecture and a measurement agenda*

Rafael Moreira Espindola[1]

## RESUMO

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) tornaram-se um dos principais canais de financiamento não bancário no Brasil, com patrimônio líquido de R$741,1 bilhões em novembro de 2025, segundo a ANBIMA. Apesar dessa expansão e da abertura do produto ao público em geral pela Resolução CVM nº 175, a literatura nacional ainda discute pouco se a remuneração adicional oferecida por esses fundos compensa adequadamente os riscos de crédito, de estrutura e de liquidez assumidos pelos cotistas. Este artigo examina essa questão por meio de pesquisa teórico-conceitual, de natureza qualitativa, apoiada em revisão bibliográfica da literatura internacional sobre securitização, precificação da liquidez e desempenho de fundos de crédito privado, e em análise documental da regulação brasileira. O estudo argumenta que o spread das cotas de FIDCs sobre o CDI agrega pelo menos três componentes distintos, a saber, a perda esperada de crédito, o prêmio por risco sistemático e o prêmio de iliquidez, e que a mensuração convencional de desempenho, baseada no índice de Sharpe e na comparação com o CDI, tende a superestimar o retorno ajustado ao risco em razão da suavização das cotas. Como contribuição, propõe-se uma agenda empírica com tratamento da autocorrelação, fatores de risco de crédito e medidas de liquidez dos fundos, aplicável aos relatórios mensais divulgados pela CVM. Conclui-se que a avaliação desses veículos exige separar a remuneração por risco da remuneração por iliquidez, sob pena de alocação inadequada de recursos, sobretudo por investidores de varejo.

**Palavras-chave:** FIDC. Prêmio de iliquidez. Securitização. Crédito privado. Avaliação de desempenho.

## ABSTRACT

Brazilian receivables investment funds (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, FIDCs) have become one of the main channels of non-bank financing in Brazil, with net assets of BRL 741.1 billion in November 2025, according to ANBIMA. Despite this growth and the opening of the product to retail investors under CVM Resolution No. 175, the domestic literature has paid little attention to whether the additional return offered by these funds adequately compensates the credit, structural and liquidity risks borne by investors. This article addresses the question through theoretical and conceptual research of a qualitative nature, based on a review of the international literature on securitization, liquidity pricing and private credit fund performance, and on a documentary analysis of Brazilian regulation. It argues that the spread of FIDC shares over the CDI rate combines at least three distinct components, namely expected credit losses, a systematic risk premium and an illiquidity premium, and that conventional performance measurement, based on the Sharpe ratio and on comparison with the CDI, tends to overstate risk-adjusted returns because of return smoothing. As a contribution, the article proposes an empirical agenda that addresses serial correlation, credit risk factors and fund liquidity measures, applicable to the monthly reports published by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). It concludes that the evaluation of these vehicles requires separating compensation for risk from compensation for illiquidity, otherwise capital may be misallocated, particularly by retail investors.

**Keywords:** FIDC. Illiquidity premium. Securitization. Private credit. Performance evaluation.

[1]Bacharel em Ciências Econômicas (Insper, Magna Cum Laude) e em Administração de Empresas (Insper). Master of Advanced Studies in Finance pela Université de Genève. Certified Portfolio Manager (CPM®) pela University of Denver e Academy of Certified Portfolio Managers. Portfolio Manager e Investment Director da Podosk Ltd e MAST Investment Management.

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

RCMOS – O Saber Multidisciplinary Scientific Journal. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brazil.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

## 1 INTRODUÇÃO

O mercado brasileiro de crédito passou por transformação relevante nas duas últimas décadas, com a ampliação de instrumentos de financiamento via mercado de capitais que concorrem com o crédito bancário tradicional. Entre esses instrumentos, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), autorizados pela Resolução nº 2.907, de 29 de novembro de 2001, do Conselho Monetário Nacional (CMN, 2001), consolidaram-se como o principal veículo de securitização de recebíveis do país. Dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA, 2025b) indicam que o patrimônio líquido da categoria atingiu R$ 741,1 bilhões nos doze meses encerrados em novembro de 2025, com crescimento de 22,5% no período, enquanto o número de contas de investidores passou de 147,3 mil para 333,7 mil. O avanço foi acompanhado pela entrada do varejo: as contas de investidores em geral, categoria que passou a ter acesso ao produto com a Resolução CVM nº 175, saltaram de 2,4 mil para 34,3 mil no mesmo intervalo.

Esse crescimento coloca em xeque uma questão antiga da teoria financeira em um novo ambiente institucional. Ativos negociados em mercados pouco profundos oferecem retornos superiores aos de ativos líquidos de risco comparável, e a literatura, desde Amihud e Mendelson (1986), interpreta parte dessa diferença como compensação pela dificuldade de converter o investimento em caixa. No caso dos FIDCs, a cota raramente é negociada no mercado secundário, o resgate em classes fechadas ocorre apenas no vencimento ou nas amortizações programadas, e o valor da cota é apurado com base em metodologias de avaliação que dependem de premissas sobre inadimplência e taxas de desconto. Assim, o spread sobre o CDI que remunera o cotista reúne, de forma não diretamente observável, a perda esperada da carteira, o prêmio pelo risco sistemático de crédito e o prêmio exigido pela iliquidez. Separar esses componentes é condição para avaliar se o investidor está sendo remunerado pelo risco que de fato assume.

O objetivo deste artigo é examinar, à luz da literatura internacional e da regulação brasileira, os determinantes do prêmio de iliquidez em FIDCs e propor uma agenda de mensuração capaz de distingui-lo da remuneração por risco de crédito. A contribuição é dupla. Em primeiro lugar, o trabalho organiza em um mesmo arcabouço contribuições dispersas sobre securitização, precificação da liquidez e avaliação de fundos ilíquidos, aproximando-as das particularidades do mercado nacional, ainda pouco estudado sob esse ângulo desde o trabalho de Pinheiro e Savoia (2009). Em segundo lugar, apresenta uma especificação empírica aplicável aos informes mensais publicados pela Comissão de Valores Mobiliários. O texto está organizado em oito seções além desta introdução: a metodologia, seis seções de desenvolvimento teórico e a conclusão.

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

## 2 METODOLOGIA

Quanto à natureza, a pesquisa classifica-se como teórico-conceitual e qualitativa. Não se pretende estimar parâmetros a partir de uma amostra própria, mas construir, com base em evidências já publicadas e em fontes primárias de natureza normativa e estatística, um arcabouço analítico que permita formular hipóteses testáveis sobre o prêmio de iliquidez em FIDCs. Quanto aos procedimentos, o estudo combina pesquisa bibliográfica e documental. A primeira concentra-se em artigos publicados em periódicos de referência na área de finanças, como The Journal of Finance, Journal of Financial Economics, The Review of Financial Studies e The Quarterly Journal of Economics, além de periódicos nacionais, com destaque para a Revista Brasileira de Finanças. A segunda abrange as normas do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários, a legislação federal pertinente e as estatísticas setoriais divulgadas pela ANBIMA.

A seleção da literatura obedeceu a três critérios. O primeiro foi a pertinência temática, com prioridade para trabalhos sobre economia da securitização, decomposição de spreads de crédito, precificação da liquidez, mensuração de desempenho de ativos com negociação infrequente e evidência sobre fundos de crédito privado. O segundo foi a relevância acadêmica, aferida pela publicação em periódicos com revisão por pares e pela influência dos trabalhos sobre a literatura subsequente. O terceiro foi a aplicabilidade ao caso brasileiro, isto é, a possibilidade de transpor os mecanismos descritos para fundos que adquirem recebíveis comerciais, financeiros e corporativos e que, em regra, remuneram suas cotas com base no CDI. Documentos normativos e publicações de entidades de mercado foram utilizados apenas para descrever fatos institucionais e dados agregados, nunca como fundamento de proposições teóricas.

A análise do material seguiu o procedimento de síntese integrativa. Cada contribuição foi examinada com o propósito de identificar o mecanismo econômico proposto, a evidência que o sustenta e as condições sob as quais ele se aplica. Em seguida, os mecanismos foram agrupados em seis eixos que estruturam o desenvolvimento do artigo: a economia dos veículos de propósito específico, a arquitetura regulatória dos FIDCs, os fundamentos do prêmio de iliquidez, o papel da subordinação e da assimetria de informação, os problemas de mensuração de desempenho em carteiras ilíquidas e a evidência internacional sobre fundos de crédito privado. Na dimensão regulatória, os dispositivos da Instrução CVM nº 356/2001, da Instrução CVM nº 444/2006 e da Resolução CVM nº 175/2022 foram comparados quanto ao público-alvo, à responsabilidade dos cotistas e às obrigações dos prestadores de serviço.

O desenho adotado apresenta limitações que precisam ser explicitadas. Por se tratar de estudo teórico, as relações propostas não são testadas estatisticamente neste trabalho, e as conclusões

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

assumem a forma de proposições e de hipóteses a serem verificadas. Os dados agregados de mercado foram utilizados apenas para contextualizar a relevância do tema, sem pretensão de inferência. A literatura internacional sobre crédito privado reflete majoritariamente a experiência norte-americana e europeia, marcada por fundos fechados com chamadas de capital e por taxas de juros de referência muito inferiores às brasileiras, o que exige cautela na transposição dos resultados. Essas limitações orientaram a elaboração da agenda empírica apresentada na seção 8, concebida para submeter as proposições do artigo a teste com dados do mercado nacional.

## 3 SECURITIZAÇÃO E A ECONOMIA DOS VEÍCULOS DE PROPÓSITO ESPECÍFICO

A securitização consiste na transferência de ativos geradores de fluxo de caixa para uma entidade juridicamente separada do originador, que financia a aquisição desses ativos por meio da emissão de títulos lastreados nos próprios recebíveis. Gorton e Souleles (2007) mostram que o elemento central dessa operação é o veículo de propósito específico, desenhado para isolar os ativos cedidos dos custos de falência do originador. Quando a separação é eficaz, o investidor passa a se expor ao risco da carteira cedida, e não ao risco de crédito da empresa que a originou, o que permite a companhias com classificação de risco modesta captar recursos a custo inferior ao de sua dívida corporativa. Os mesmos autores observam, contudo, que os patrocinadores podem socorrer implicitamente seus veículos em situações de estresse e que os investidores levam essa possibilidade em conta na precificação, o que relativiza a separação formal e cria um vínculo de reputação entre originador e investidor.

Na literatura de finanças estruturadas, o desenho do passivo do veículo é tão importante quanto a qualidade do ativo. Fabozzi, Davis e Choudhry (2006) descrevem os principais mecanismos de reforço de crédito utilizados nessas operações, entre eles a sobrecolateralização, o excesso de spread entre a taxa dos ativos e a remuneração do passivo, as garantias prestadas por terceiros e, sobretudo, a divisão do passivo em classes com diferentes prioridades de pagamento. Cada um desses mecanismos atua como colchão contra perdas e altera a distribuição de retornos das classes de cotas. Pinheiro e Savoia (2009), ao aplicarem essa classificação ao mercado brasileiro, observaram que os FIDCs nacionais se estruturavam predominantemente com cotas seniores e subordinadas, com remuneração-alvo das seniores indexada ao CDI e a classe subordinada absorvendo o resultado residual da carteira. Essa configuração permanece dominante, embora o uso de classes intermediárias, denominadas mezanino, tenha se ampliado.

A razão econômica para a divisão do passivo em classes foi formalizada por DeMarzo (2005). No modelo do autor, um intermediário detém informação privada sobre a qualidade dos ativos que

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

pretende vender. Agrupar ativos em uma carteira reduz o problema de seleção adversa por meio da diversificação, mas também destrói parte do valor da informação do vendedor. A emissão em classes resolve esse dilema, pois o intermediário vende a parcela menos sensível à informação, a classe sênior, e retém a parcela mais sensível, cujo valor depende fortemente da qualidade dos ativos. A retenção funciona como um sinal crível, já que quem conhece melhor a carteira aceita arcar com as primeiras perdas. A lógica é a mesma que fundamenta a prática brasileira em que o cedente ou partes ligadas à estrutura subscrevem as cotas subordinadas, e ajuda a explicar por que investidores externos aceitam remuneração apenas moderadamente superior ao CDI nas classes seniores.

A divisão em classes, no entanto, não elimina riscos; ela os redistribui, e de maneira nem sempre intuitiva. Coval, Jurek e Stafford (2009) demonstram que a criação de classes seniores a partir de carteiras de crédito concentra nessas classes a exposição a eventos sistemáticos, porque perdas capazes de atingir a parcela sênior só ocorrem quando muitos devedores deixam de pagar ao mesmo tempo. Segundo os autores, o valor das classes estruturadas é muito sensível a erros na estimação das probabilidades de inadimplência e, principalmente, da correlação entre os devedores, de modo que pequenas imprecisões nos parâmetros produzem grandes diferenças de risco. Para o investidor de FIDC, a implicação é direta: a cota sênior de baixa volatilidade, em tempos normais, pode ter comportamento semelhante ao de uma posição vendida em proteção contra crises, com perdas concentradas exatamente nos estados da economia em que o investidor mais valoriza a liquidez.

A experiência internacional também revela os incentivos que a securitização pode distorcer. Keys et al. (2010), ao estudarem empréstimos hipotecários norte-americanos de alto risco, encontraram evidências de que a maior facilidade de securitização de determinados créditos esteve associada a uma triagem menos rigorosa dos tomadores e a uma inadimplência superior entre os empréstimos mais facilmente securitizados. O resultado mostra que, quando o originador não retém risco relevante, a qualidade da originação tende a se deteriorar. Gorton e Metrick (2012), por sua vez, mostraram que a crise de 2007 e 2008 assumiu a forma de uma corrida sobre operações compromissadas lastreadas em ativos securitizados, com elevação abrupta das margens exigidas, o que transformou um problema de qualidade de crédito em uma crise de liquidez. Para os FIDCs, essas evidências indicam que o prêmio exigido pelos cotistas depende não apenas da perda esperada da carteira, mas também da qualidade dos incentivos de originação e da possibilidade de que a liquidez desapareça simultaneamente em todo o segmento.

## 4 ARQUITETURA INSTITUCIONAL E EVOLUÇÃO REGULATÓRIA DOS FIDCs NO BRASIL

O marco inicial dos FIDCs é a Resolução CMN nº 2.907/2001, que autorizou a constituição

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

de fundos destinados à aplicação em direitos creditórios e atribuiu à Comissão de Valores Mobiliários a competência para regulamentá-los. A regulamentação veio com a Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, que definiu os direitos creditórios como aqueles originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, exigiu aplicação mínima de 50% do patrimônio líquido nesses ativos e permitiu a constituição sob a forma de condomínio aberto ou fechado (CVM, 2001). O acesso ficou restrito a investidores qualificados, o que, por mais de duas décadas, manteve o produto concentrado entre investidores institucionais, fundos de investimento e pessoas físicas de alto patrimônio. Silva (2006) registra que, já nos primeiros anos, a estrutura passou a ser explorada como alternativa de financiamento para micro e pequenas empresas, com taxas inferiores às praticadas pelas instituições financeiras convencionais.

Em 2006, a Instrução CVM nº 444 criou os FIDCs não padronizados, destinados a direitos creditórios de natureza mais complexa, como créditos vencidos e não pagos, créditos devidos por empresas em recuperação, créditos objeto de disputa judicial e créditos de existência futura, entre outros (CVM, 2006). O acesso a esses fundos foi limitado a investidores com maior capacidade de análise, em reconhecimento de que tais ativos têm fluxos de caixa mais incertos e avaliações mais difíceis. Do ponto de vista do prêmio de iliquidez, a distinção é relevante: quanto mais idiossincrático o lastro, menor a probabilidade de um terceiro avaliá-lo rapidamente e, portanto, maior o custo de transferir a cota em caso de necessidade de caixa. A segmentação regulatória entre fundos padronizados e não padronizados funcionou, assim, como uma primeira aproximação institucional da heterogeneidade de risco e de liquidez existente no universo de recebíveis.

A mudança mais profunda ocorreu com a Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022, que substituiu o conjunto anterior de instruções por um marco regulatório único, composto por uma parte geral e por anexos normativos específicos, cabendo ao Anexo Normativo II a disciplina dos FIDCs (CVM, 2022). A norma entrou em vigor em 2 de outubro de 2023, e os fundos então em funcionamento deveriam adaptar-se até 29 de novembro de 2024, conforme esclarecido pela autarquia no Ofício-Circular CVM/SSE nº 6/2024 (CVM, 2024). Entre as inovações destacam-se a possibilidade de criação de classes e subclasses de cotas com patrimônios segregados e a limitação da responsabilidade dos cotistas ao valor subscrito, faculdade introduzida no Código Civil pela Lei nº 13.874/2019 (Brasil, 2019) e incorporada ao artigo 6º da parte geral da resolução. A mesma norma manteve a exigência de aplicação mínima de 50% do patrimônio em direitos creditórios, agora prevista no artigo 44 do Anexo Normativo II.

A abertura dos FIDCs ao público em geral é a alteração de maior impacto para a discussão proposta neste artigo. Ao permitir que investidores de varejo adquiram cotas, desde que observadas

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

condições adicionais de proteção, a regulação estendeu a um público com menor capacidade de análise um produto cuja avaliação exige conhecimento de crédito, de estrutura e de liquidez. A resolução procurou compensar esse deslocamento com o reforço das obrigações dos prestadores de serviço. O artigo 36 do Anexo Normativo II atribui ao gestor a responsabilidade pela verificação da existência, da integridade e da titularidade do lastro dos direitos creditórios, e o artigo 42 veda a aquisição de direitos creditórios originados ou cedidos pelo administrador, pelo gestor, pela consultoria especializada ou por partes a eles relacionadas, vedação que não admite exceções quando as cotas se destinam ao público em geral. Essas regras atacam diretamente os problemas de originação e de conflito de interesses discutidos na seção anterior.

A evolução institucional completa-se com mudanças tributárias e informacionais. A Lei nº 14.754, de 12 de dezembro de 2023, reformulou a tributação das aplicações em fundos de investimento, inclusive dos fundos fechados, e estabeleceu regras específicas para os FIDCs conforme o enquadramento do fundo e a composição de sua carteira (Brasil, 2023), o que alterou a atratividade relativa de determinadas estruturas, sobretudo as utilizadas para fins patrimoniais. No plano informacional, a ANBIMA (2025a) passou a divulgar a abertura agregada das carteiras com base nos informes enviados à CVM: em fevereiro de 2025, havia 3.068 FIDCs em funcionamento, e 82,2% do patrimônio líquido da categoria, de R$ 588,2 bilhões, estava aplicado em direitos creditórios. A ampliação da transparência é condição necessária para a pesquisa empírica sobre o tema, pois permite acompanhar a inadimplência, a subordinação e a composição das carteiras ao longo do tempo. O Quadro 1 sintetiza os principais marcos normativos discutidos nesta seção.

**Quadro 1: Marcos normativos dos FIDCs no Brasil**

| Norma | Ano | Principais dispositivos relacionados ao tema |
|---|---|---|
| Resolução CMN nº 2.907 | 2001 | Autoriza a constituição de fundos de investimento em direitos creditórios e atribui à CVM a regulamentação. |
| Instrução CVM nº 356 | 2001 | Regulamenta os FIDCs, exige aplicação mínima de 50% do patrimônio líquido em direitos creditórios e restringe o acesso a investidores qualificados. |
| Instrução CVM nº 444 | 2006 | Cria os FIDCs não padronizados, voltados a créditos vencidos, de empresas em recuperação, objeto de disputa judicial e de existência futura, entre outros. |
| Lei nº 13.874 | 2019 | Insere no Código Civil a disciplina dos fundos de investimento e admite a limitação da responsabilidade dos cotistas ao valor das cotas subscritas. |

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

RCMOS – O Saber Multidisciplinary Scientific Journal. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brazil.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

| Norma | Ano | Principais dispositivos relacionados ao tema |
|---|---|---|
| Resolução CVM nº 175 | 2022 | Institui o novo marco regulatório dos fundos; o Anexo Normativo II disciplina os FIDCs, com classes e subclasses, acesso do público em geral sob condições e deveres do gestor quanto ao lastro. |
| Lei nº 14.754 | 2023 | Reformula a tributação das aplicações em fundos de investimento, com regras específicas aplicáveis aos FIDCs. |

Fonte: elaborado pelo autor com base em CMN (2001), CVM (2001, 2006, 2022) e Brasil (2019, 2023).

## 5 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO PRÊMIO DE ILIQUIDEZ EM ATIVOS DE CRÉDITO

A formulação clássica da relação entre liquidez e retorno esperado deve-se a Amihud e Mendelson (1986). Os autores modelam investidores com horizontes de investimento distintos que enfrentam custos de transação ao negociar ativos e mostram que o retorno esperado bruto é uma função crescente e côncava do custo de negociação. A concavidade resulta de um efeito clientela: investidores com horizontes mais longos amortizam o custo de transação em um número maior de períodos e, por isso, tornam-se os detentores naturais dos ativos menos líquidos. A implicação para o crédito estruturado é imediata. Cotas de FIDCs sem negociação secundária efetiva e com prazos de resgate longos precisam oferecer retorno adicional suficiente para atrair investidores capazes de mantê-las até o vencimento, e o prêmio exigido tende a ser menor quanto maior for a participação de investidores com passivos longos e previsíveis, como fundos de pensão e seguradoras.

A literatura posterior distinguiu dois conceitos que costumam ser confundidos. O primeiro é a iliquidez como característica do ativo, isto é, o custo esperado de negociá-lo. Amihud (2002) propôs uma medida baseada na razão entre o retorno absoluto e o volume negociado e mostrou que a iliquidez esperada do mercado afeta positivamente o retorno excedente esperado das ações. O segundo conceito é o risco de liquidez, ou seja, a covariância entre o retorno do ativo e variações na liquidez agregada. Pástor e Stambaugh (2003) encontraram evidência de que ações mais sensíveis a choques de liquidez do mercado oferecem retornos esperados mais elevados, e Acharya e Pedersen (2005) integraram as duas dimensões em um modelo de precificação ajustado à liquidez, no qual o retorno exigido depende do custo médio de negociação e de três covariâncias entre retornos e liquidez. Para os FIDCs, a distinção é central: uma cota pode ser ilíquida em tempos normais e tornar-se ainda menos líquida exatamente quando o investidor mais precisa de caixa.

No mercado de títulos de crédito, a questão assumiu a forma de um debate sobre a composição dos spreads. Elton et al. (2001) mostraram que a perda esperada por inadimplência explica apenas uma pequena parcela do spread dos títulos corporativos norte-americanos em relação aos títulos do Tesouro, sendo a diferença atribuída a efeitos tributários e a um prêmio pelo risco sistemático,

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

relacionado aos mesmos fatores que explicam o retorno das ações. Longstaff, Mithal e Neis (2005), ao utilizarem preços de contratos de derivativos de crédito como medida direta do risco de inadimplência, concluíram que esse componente responde pela maior parte do spread, mas que permanece uma parcela não relacionada ao crédito, fortemente associada a medidas de liquidez dos títulos. Essa decomposição oferece o modelo conceitual adotado neste artigo: o spread de uma cota de FIDC sobre o CDI deve ser lido como a soma de perda esperada, prêmio por risco de crédito e prêmio de iliquidez, cada parcela com determinantes próprios.

A evidência de que a liquidez é precificada nos mercados de crédito foi consolidada por estudos que utilizaram medidas diretas de negociabilidade. Chen, Lesmond e Wei (2007) documentaram que medidas de iliquidez explicam parte relevante do nível e das variações dos spreads de títulos corporativos, mesmo após o controle por variáveis de risco de inadimplência, com efeito mais forte entre títulos de grau especulativo. Bao, Pan e Wang (2011) construíram uma medida de iliquidez a partir da autocovariância negativa das variações de preço e mostraram que ela está fortemente associada aos spreads, além de se elevar de maneira acentuada em períodos de crise. A transposição desses resultados para os FIDCs exige adaptação. Como a maior parte das cotas não possui negociação contínua, as medidas de mercado secundário dificilmente podem ser calculadas, e a iliquidez precisa ser inferida por meios indiretos, como o prazo de resgate, a existência de carência, a condição de classe fechada e o comportamento estatístico da série de cotas.

Do ponto de vista do investidor, a iliquidez também altera a própria decisão de alocação. Ang, Papanikolaou e Westerfield (2014) modelam um investidor que só consegue negociar o ativo ilíquido em datas aleatórias e mostram que essa restrição eleva sua aversão efetiva ao risco, de forma dependente do estado da economia, e reduz a alocação tanto no ativo ilíquido quanto no ativo arriscado líquido. Os autores destacam que a incerteza quanto à duração do intervalo sem negociação, mais do que um prazo de carência conhecido de antemão, é o principal determinante do custo da iliquidez. No Brasil, essa lógica se combina com uma particularidade: o ativo de referência de curto prazo, representado pelo CDI e pelos títulos públicos pós-fixados, oferece taxas nominais elevadas com liquidez diária, o que aumenta o custo de oportunidade de imobilizar recursos. O prêmio de iliquidez exigido em FIDCs deve, portanto, ser avaliado em relação a alternativas líquidas que já remuneram bem, e não em relação ao ambiente de juros baixos em que se desenvolveu boa parte da literatura internacional de crédito privado.

## 6 SUBORDINAÇÃO, REFORÇO DE CRÉDITO E ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

A análise do risco das diferentes classes de cotas pode ser conduzida a partir do modelo

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

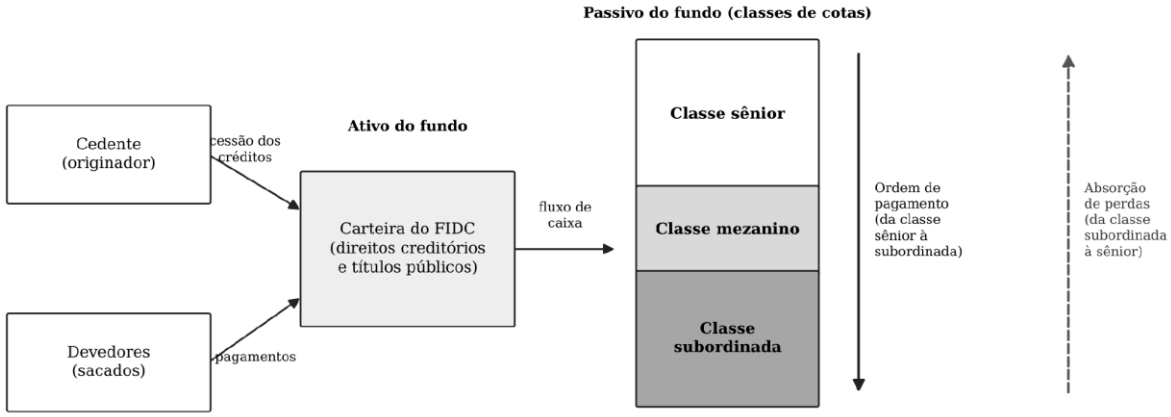
estrutural de Merton (1974). No arcabouço do autor, o valor da dívida de uma empresa equivale ao valor de um título livre de risco menos o valor de uma opção de venda sobre os ativos da empresa, com preço de exercício igual ao valor de face da dívida. Transportado para o FIDC, o raciocínio permite interpretar a cota sênior como um título livre de risco, do qual se subtrai uma opção de venda sobre a carteira de recebíveis, cujo preço de exercício depende do grau de subordinação. A cota subordinada, por sua vez, comporta-se como uma opção de compra sobre a carteira, pois recebe o valor residual depois do pagamento das classes superiores. Essa leitura deixa claro por que a subordinação reduz o risco da cota sênior: ela afasta o preço de exercício da opção vendida implicitamente pelo cotista sênior e torna necessário um choque maior para que essa classe sofra perdas.

Na prática brasileira, a ordem de pagamentos e de alocação de perdas segue uma cascata definida no regulamento. Os fluxos recebidos da carteira remuneram primeiro a classe sênior até a taxa-alvo, em seguida a classe mezanino, quando existente, e o resíduo pertence à classe subordinada; as perdas percorrem o caminho inverso e são absorvidas inicialmente pela subordinada. A Figura 1 ilustra esse mecanismo. Pinheiro e Savoia (2009) simularam, por métodos de Monte Carlo, os retornos das classes sênior e subordinada de estruturas com 15% de subordinação, considerando cinco modalidades de crédito e choques sobre juros e inadimplência. Os resultados indicaram que a classe sênior obteve a remuneração-alvo com 99% de confiança em todos os cenários, enquanto a subordinada apresentou retornos inferiores ao CDI apenas em situações específicas, sobretudo sob choques sobre o nível ou a volatilidade da inadimplência e em carteiras de duplicatas, cujas margens líquidas eram menores e cujas perdas eram mais voláteis.

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

**Figura 1: Fluxo de caixa e alocação de perdas entre as classes de cotas de um FIDC**




Fonte: elaborada pelo autor com base em Fabozzi, Davis e Choudhry (2006) e Pinheiro e Savoia (2009). Representação esquemática, sem dados de fundos específicos.

A subordinação não é apenas um instrumento de engenharia financeira; ela é também uma resposta à assimetria de informação entre quem origina os créditos e quem os financia. Akerlof (1970) mostrou que, quando os compradores não conseguem distinguir a qualidade dos bens, o preço passa a refletir a qualidade média, e os vendedores de bens melhores tendem a se retirar, o que pode levar ao colapso do mercado. Diamond (1984) explicou a existência de intermediários financeiros pela economia de custos decorrente do monitoramento delegado, desde que o intermediário tenha incentivos adequados para monitorar. Holmström e Tirole (1997) formalizaram a ideia de que o intermediário precisa investir capital próprio nos projetos que financia para que seu esforço de monitoramento seja crível perante os demais credores. A retenção da cota subordinada pelo cedente ou por partes ligadas à estrutura aplica esse princípio, pois transforma a perda esperada da carteira em perda própria de quem detém informação privilegiada.

Daí não decorre, entretanto, que o índice de subordinação seja medida suficiente de risco. Três fatores reduzem sua capacidade informativa. O primeiro é a correlação entre os devedores, que, como mostraram Coval, Jurek e Stafford (2009), define a probabilidade de perdas simultâneas e, portanto, a eficácia do colchão. O segundo é a concentração da carteira em poucos cedentes ou sacados, comum em FIDCs de recebíveis comerciais, que torna a distribuição de perdas descontínua, já que um único evento de crédito pode consumir toda a subordinação. O terceiro é o risco operacional e de lastro, isto é, a possibilidade de que os direitos creditórios não existam, tenham sido cedidos mais de uma vez ou não sejam pagos na conta do fundo. Esse último risco não guarda relação com a qualidade de crédito do devedor e não é adequadamente capturado por modelos estatísticos de inadimplência, o

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

RCMOS – O Saber Multidisciplinary Scientific Journal. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brazil.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

que explica a ênfase dada pela Resolução CVM nº 175 aos deveres do gestor quanto à verificação do lastro.

Os regulamentos costumam complementar a subordinação com mecanismos de proteção dinâmicos. Entre eles estão os índices mínimos de subordinação, cujo desenquadramento exige a recomposição da estrutura ou interrompe a aquisição de novos créditos, as reservas de liquidez em títulos públicos e os eventos de avaliação e de liquidação antecipada, acionados quando indicadores de inadimplência ou de concentração ultrapassam limites predefinidos. Pinheiro e Savoia (2009) observaram que diversos regulamentos analisados previam a liquidação antecipada caso a proporção de recebíveis em relação ao ativo caísse abaixo de 50%. Esses gatilhos protegem a classe sênior, mas produzem um efeito colateral relevante para a discussão sobre liquidez: em situações de estresse, a amortização acelerada e a interrupção das cessões alteram o prazo efetivo do investimento de forma não controlada pelo cotista. O prazo de recebimento do capital torna-se, ele próprio, uma variável aleatória correlacionada com o ciclo de crédito, o que agrava o risco de liquidez no sentido proposto por Acharya e Pedersen (2005).

## 7 MENSURAÇÃO DE DESEMPENHO EM CARTEIRAS ILÍQUIDAS: SUAVIZAÇÃO, REFERENCIAL E AJUSTE AO RISCO

A avaliação de desempenho dos fundos assenta-se, tradicionalmente, em medidas de retorno ajustadas ao risco. Sharpe (1966) propôs a razão entre o retorno excedente e o desvio-padrão dos retornos, e Jensen (1968) definiu o alfa como o intercepto de uma regressão do retorno excedente do fundo sobre o retorno excedente do mercado. No Brasil, Varga (2001) aplicou essas e outras medidas aos maiores fundos de ações do país e apontou as dificuldades e os defeitos de sua aplicação na avaliação de fundos de investimento. No caso dos FIDCs, a prática de mercado consiste em comparar a rentabilidade das cotas com o CDI e calcular o índice de Sharpe com base no desvio-padrão dos retornos mensais. Esse procedimento pressupõe que a volatilidade observada da cota represente adequadamente o risco econômico da carteira, premissa que não se sustenta quando o ativo é avaliado por modelo, e não por preços formados em mercado.

O problema foi analisado com profundidade por Getmansky, Lo e Makarov (2004) para fundos de investimento alternativos. Os autores mostraram que retornos de ativos ilíquidos ou avaliados por modelos tendem a apresentar autocorrelação serial positiva, porque a informação nova é incorporada ao valor da cota de forma gradual. A suavização reduz a volatilidade medida, eleva artificialmente o índice de Sharpe e subestima a exposição a fatores de mercado. Os autores propuseram um modelo em que o retorno observado é uma média ponderada dos retornos econômicos

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

RCMOS – O Saber Multidisciplinary Scientific Journal. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brazil.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

correntes e defasados, o que permite estimar o grau de suavização e recuperar uma série mais próxima da verdadeira. Em uma cota de FIDC, apurada diariamente pela apropriação da taxa dos recebíveis e ajustada sobretudo quando provisões para perdas são reconhecidas, o fenômeno tende a ser particularmente intenso: a série cresce de forma quase linear e apresenta quedas discretas quando a deterioração da carteira finalmente é registrada.

As consequências estatísticas da autocorrelação foram formalizadas por Lo (2002), que demonstrou que a anualização do índice de Sharpe pela multiplicação da razão mensal pela raiz quadrada de doze pode superestimar de forma substancial o índice anual quando os retornos são positivamente autocorrelacionados. Em contexto distinto, Dimson (1979) mostrou que a negociação infrequente produz estimativas de beta viesadas e sugeriu somar os coeficientes de regressões com retornos de mercado defasados, contemporâneos e antecipados. Geltner (1993), ao estudar índices imobiliários baseados em laudos de avaliação, desenvolveu procedimentos para estimar valores de mercado a partir de valores avaliados, os quais inspiraram o tratamento de outras classes de ativos marcadas por modelo. A combinação dessas técnicas oferece um caminho operacional para os FIDCs: estimar o grau de suavização da série de cotas, reconstruir a volatilidade econômica e recalcular as medidas de desempenho com betas que incorporem defasagens.

A escolha do referencial é o segundo problema metodológico relevante. O CDI é a referência contratual da maior parte das cotas, mas não constitui referencial de risco equivalente, pois corresponde a um ativo líquido e praticamente sem risco de crédito. Comparar o FIDC com o CDI equivale a atribuir ao gestor, como desempenho superior, toda a remuneração por risco de crédito e por iliquidez. Fama e French (1993) mostraram que os retornos de títulos de renda fixa são explicados por dois fatores comuns, um associado ao prazo e outro ao risco de inadimplência, e Carhart (1997) evidenciou que a aparente persistência de desempenho de fundos é em grande parte explicada por fatores de risco comuns e por custos. Para fundos com fluxos de caixa irregulares, Kaplan e Schoar (2005) difundiram a lógica do equivalente de mercado público, que compara o resultado do fundo com o que se obteria aplicando os mesmos fluxos em um índice negociado. Essas abordagens convergem em um ponto: o desempenho só pode ser atribuído à habilidade do gestor depois de descontados os prêmios que qualquer investidor obteria ao assumir os mesmos riscos.

Há ainda vieses de seleção que afetam a percepção de desempenho pelo investidor. Rankings de rentabilidade divulgados por plataformas de distribuição consideram, em regra, apenas os fundos ativos e o retorno passado da cota, sem ajuste pela suavização, pela concentração da carteira ou pelo nível de subordinação abaixo da classe ofertada. Fundos encerrados após eventos de crédito deixam as bases de dados, o que introduz viés de sobrevivência, problema reconhecido na literatura de avaliação de fundos e que levou Carhart (1997) a utilizar uma base livre desse viés justamente para

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

evitar a superestimação do desempenho médio. Para o investidor de varejo recém-admitido nesse mercado, a combinação de baixa volatilidade aparente, retornos acima do CDI e ausência de ajuste por iliquidez pode produzir a percepção de um ativo de renda fixa com risco semelhante ao de um título bancário, percepção que não corresponde à natureza econômica do instrumento.

## 8 EVIDÊNCIA INTERNACIONAL SOBRE CRÉDITO PRIVADO E AGENDA EMPÍRICA PARA O MERCADO BRASILEIRO

A expansão do crédito privado após a crise financeira de 2008 produziu literatura empírica que permite situar os FIDCs em perspectiva comparada. Block et al. (2024) conduziram levantamento com gestores de fundos de dívida privada nos Estados Unidos e na Europa, responsáveis por ativos superiores a 390 bilhões de dólares. Os respondentes relataram conceder principalmente empréstimos baseados em fluxo de caixa a empresas de médio porte e declararam financiar tomadores e níveis de alavancagem que os bancos não aceitariam. Os fundos informaram buscar retornos não alavancados que parecem elevados em relação ao risco, utilizar alavancagem consideravelmente inferior à de bancos e de veículos de obrigações de empréstimos colateralizados e monitorar ativamente os tomadores por meio de cláusulas contratuais restritivas. O retrato é o de um intermediário que ocupa espaço deixado pela regulação bancária e que se remunera tanto pelo risco de crédito quanto pela capacidade de originar, estruturar e acompanhar operações sem negociação em mercado.

Chernenko, Erel e Prilmeier (2022) investigaram por que empresas de médio porte nos Estados Unidos tomam recursos diretamente de credores não bancários. A evidência indica que esses credores atendem com maior frequência empresas com resultado operacional negativo e cobram taxas de juros mais elevadas, padrão compatível com a hipótese de que restrições regulatórias limitam a disposição dos bancos em financiar este segmento. Esse resultado complementa o de Block et al. (2024) ao mostrar que parte do retorno do crédito não bancário decorre da ocupação de um nicho com acesso restrito ao crédito tradicional, e não apenas da perda esperada dos tomadores. Os dois estudos sugerem, ainda, que a distinção entre prêmio de risco e prêmio de iliquidez é especialmente difícil nesse tipo de intermediação, porque os mesmos tomadores que oferecem spreads elevados são aqueles cujos créditos têm menor possibilidade de revenda, o que torna os dois componentes correlacionados na amostra e exige estratégias de identificação cuidadosas.

O paralelo com o mercado brasileiro é instrutivo. Os FIDCs de recebíveis comerciais, de crédito ao consumo e de cadeias de fornecimento financiam, em grande medida, empresas e pessoas que encontram crédito bancário escasso ou caro, o que aproxima sua lógica econômica daquela descrita para os fundos de dívida privada. Há, porém, diferenças estruturais que impedem a

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

transposição direta dos resultados internacionais. Os FIDCs são remunerados predominantemente com base em taxa pós-fixada, o que reduz o risco de juros das cotas, mas não elimina o descasamento com ativos prefixados apontado por Pinheiro e Savoia (2009); os fundos internacionais, por sua vez, operam com chamadas de capital e horizontes de liquidação longos. A concorrência também parece crescente: segundo a ANBIMA (2025b), o número de gestoras de FIDCs passou de 372 para 426 entre dezembro de 2024 e novembro de 2025, e as emissões somaram R$ 90,1 bilhões no período, o que tende a comprimir a parcela do spread associada à ocupação de nichos.

Com base nesse arcabouço, propõe-se uma agenda empírica para o mercado brasileiro em três etapas. Na primeira, a partir dos informes mensais de FIDCs divulgados pela CVM, constrói-se um painel de classes de cotas com informações sobre retorno, patrimônio, índice de subordinação, inadimplência e prazo da carteira, concentração por cedente e sacado, forma de condomínio e prazo de resgate. Na segunda, estima-se, para cada classe, o grau de suavização pelo modelo de Getmansky, Lo e Makarov (2004) e recalculam-se a volatilidade e o índice de Sharpe com base na série ajustada, com a correção de Lo (2002) para a anualização. Na terceira, estima-se um modelo em painel no qual o retorno excedente das cotas sobre o CDI é explicado por fatores de prazo e de crédito, nos moldes de Fama e French (1993), com inclusão de betas defasados à maneira de Dimson (1979), e no qual o intercepto é decomposto em função de características de liquidez do fundo, como prazo de resgate, existência de carência e condição de classe fechada.

Desse desenho decorrem hipóteses testáveis. A primeira é a de que o retorno excedente médio das cotas seniores é crescente no prazo de resgate e na condição de classe fechada, mesmo após o controle por inadimplência e subordinação, o que caracterizaria prêmio de iliquidez. A segunda é a de que a autocorrelação dos retornos é maior em fundos com carteiras menos padronizadas, em coerência com a dificuldade de avaliação reconhecida pela distinção regulatória entre fundos padronizados e não padronizados. A terceira é a de que o alfa medido contra o CDI se reduz substancialmente quando são incluídos fatores de crédito e betas defasados, o que sinalizaria que parte relevante do desempenho reportado corresponde a remuneração por risco, e não a habilidade de gestão. A quarta é a de que a entrada do varejo e de novos gestores após a Resolução CVM nº 175 esteve associada à compressão dos spreads de emissão, hipótese que pode ser examinada com dados de ofertas registradas. O teste dessas hipóteses permitiria quantificar, de forma sistemática, a parcela do retorno dos FIDCs que remunera a iliquidez.

## 9 CONCLUSÃO

Este artigo examinou o prêmio de iliquidez em Fundos de Investimento em Direitos

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

Creditórios, a partir de uma síntese da literatura internacional sobre securitização, precificação da liquidez e desempenho de fundos de crédito privado, articulada à análise da regulação brasileira. O ponto de partida foi a constatação de que o crescimento recente da indústria, acompanhado pela abertura do produto ao público em geral, ampliou a relevância de uma pergunta que a literatura nacional ainda não respondeu de forma sistemática: em que medida o spread pago pelas cotas sobre o CDI compensa a iliquidez, e não apenas o risco de crédito assumido pelo investidor.

A primeira conclusão é de natureza conceitual. O retorno excedente de uma cota de FIDC deve ser compreendido como a soma de pelo menos três componentes: a perda esperada da carteira, o prêmio pelo risco sistemático de crédito e o prêmio de iliquidez. A decomposição proposta por Elton et al. (2001) e por Longstaff, Mithal e Neis (2005) para títulos corporativos pode ser transposta para os FIDCs, com a ressalva de que, na ausência de negociação secundária, a parcela relativa à liquidez precisa ser inferida a partir das características contratuais do fundo e do comportamento estatístico de suas cotas.

A segunda conclusão refere-se à estrutura dos fundos. A subordinação, interpretada à luz de Merton (1974) e de DeMarzo (2005), é, ao mesmo tempo, mecanismo de proteção da classe sênior e instrumento de alinhamento de incentivos entre quem conhece a carteira e quem a financia. Sua eficácia, porém, depende da correlação entre devedores, da concentração da carteira e da integridade do lastro, de modo que o percentual de subordinação, isoladamente, é indicador insuficiente de risco. A experiência analisada por Coval, Jurek e Stafford (2009) e por Keys et al. (2010) mostra o custo de ignorar essas dimensões.

A terceira conclusão diz respeito à mensuração de desempenho. A apuração das cotas pela apropriação da taxa dos recebíveis e o reconhecimento tardio de perdas produzem séries suavizadas, com volatilidade aparente inferior à volatilidade econômica. Nessas condições, o índice de Sharpe e a comparação direta com o CDI tendem a superestimar o retorno ajustado ao risco. Os procedimentos desenvolvidos por Getmansky, Lo e Makarov (2004), por Lo (2002) e por Dimson (1979) oferecem instrumentos adequados para corrigir esse viés e deveriam integrar a prática de avaliação de gestores, distribuidores e investidores institucionais.

A quarta conclusão é de ordem regulatória. A Resolução CVM nº 175 ampliou o acesso aos FIDCs e, ao mesmo tempo, reforçou os deveres de verificação do lastro e as vedações a conflitos de interesses, em linha com os problemas de originação apontados pela literatura. Persistem, contudo, lacunas informacionais relevantes para o investidor de varejo, sobretudo quanto à apresentação de medidas de risco que considerem a suavização das cotas e quanto à divulgação padronizada de indicadores de liquidez das classes. A divulgação de dados agregados pela ANBIMA representa avanço importante, mas ainda não substitui métricas de risco comparáveis entre fundos.

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

Do ponto de vista prático, a análise sugere que investidores e gestores deveriam tratar o prêmio de iliquidez como componente explícito da decisão de alocação. Em um país cuja taxa básica de juros oferece remuneração elevada com liquidez diária, imobilizar recursos em cotas sem negociação secundária só se justifica quando o spread adicional supera, com margem, a soma da perda esperada e do custo de oportunidade associado à impossibilidade de resgate. O modelo de Ang, Papanikolaou e Westerfield (2014) indica que esse custo é maior quando há incerteza sobre o momento em que o ativo poderá ser negociado, condição típica de investidores com necessidades de caixa imprevisíveis, como o varejo.

A agenda empírica proposta, baseada nos informes mensais da CVM e em técnicas de ajuste da suavização e de regressão com fatores de crédito, permite submeter essas proposições a teste. As quatro hipóteses formuladas, relativas ao efeito do prazo de resgate, à autocorrelação em carteiras menos padronizadas, à redução do alfa após o controle por fatores de risco e à compressão de spreads após a entrada de novos participantes, podem ser examinadas com dados públicos e oferecem ponto de partida para pesquisas que relacionem estrutura, liquidez e desempenho nesse segmento do mercado de crédito.

Reconhecem-se as limitações do estudo, que, por sua natureza teórica, não estima a magnitude do prêmio de iliquidez e apoia-se em literatura produzida majoritariamente em mercados com juros e estruturas institucionais distintas dos brasileiros. Essas limitações, contudo, delimitam com clareza o próximo passo da investigação. À medida que os FIDCs se consolidam como canal de financiamento da economia real e chegam a investidores menos experientes, compreender quanto do seu retorno decorre da iliquidez deixa de ser uma questão exclusivamente acadêmica e passa a interessar à proteção do investidor e à estabilidade do mercado de crédito.

## REFERÊNCIAS

ACHARYA, V. V.; PEDERSEN, L. H. Asset pricing with liquidity risk. **Journal of Financial Economics**, v. 77, n. 2, p. 375-410, 2005.

AKERLOF, G. A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

AMIHUD, Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. **Journal of Financial Markets**, v. 5, n. 1, p. 31-56, 2002.

AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Asset pricing and the bid-ask spread. **Journal of Financial Economics**, v. 17, n. 2, p. 223-249, 1986.

ANG, A.; PAPANIKOLAOU, D.; WESTERFIELD, M. M. Portfolio choice with illiquid assets.

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

**Management Science**, v. 60, n. 11, p. 2737-2761, 2014.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Fundos fecham primeiro trimestre com saídas líquidas de R$ 39,8 bilhões**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2025a. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/fundos-fecham-primeiro-trimestre-com-saidas-liquidas-de-r-39-8-bilhoes.htm.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **FIDCs ampliam base de investidores, com destaque para o varejo**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2025b. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/fidcs-ampliam-base-de-investidores-com-destaque-para-o-varejo.htm.

BAO, J.; PAN, J.; WANG, J. The illiquidity of corporate bonds. **The Journal of Finance**, v. 66, n. 3, p. 911-946, 2011.

BLOCK, J.; JANG, Y. S.; KAPLAN, S. N.; SCHULZE, A. A survey of private debt funds. **The Review of Corporate Finance Studies**, v. 13, n. 2, p. 335-383, 2024.

BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; [...]. Brasília, DF: Presidência da República, 2019. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13874.htm.

BRASIL. Lei nº 14.754, de 12 de dezembro de 2023. Dispõe sobre a tributação de aplicações em fundos de investimento no País e da renda auferida por pessoas físicas residentes no País em aplicações financeiras, entidades controladas e trusts no exterior; [...]. Brasília, DF: Presidência da República, 2023. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/l14754.htm.

CARHART, M. M. On persistence in mutual fund performance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 1, p. 57-82, 1997.

CHEN, L.; LESMOND, D. A.; WEI, J. Corporate yield spreads and bond liquidity. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 1, p. 119-149, 2007.

CHERNENKO, S.; EREL, I.; PRILMEIER, R. Why do firms borrow directly from nonbanks? **The Review of Financial Studies**, v. 35, n. 11, p. 4902-4947, 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001**. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Rio de Janeiro: CVM, 2001.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 444, de 8 de dezembro de 2006**. Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

Padronizados. Rio de Janeiro: CVM, 2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica. Rio de Janeiro: CVM, 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Ofício-Circular CVM/SSE nº 6/2024**. Esclarece dispositivos dos Anexos Normativos II e III da Resolução CVM nº 175. Rio de Janeiro: CVM, 2024.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). **Resolução nº 2.907, de 29 de novembro de 2001**. Autoriza a constituição e funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e fundos de aplicação em quotas desses fundos. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2001.

COVAL, J.; JUREK, J.; STAFFORD, E. The economics of structured finance. **Journal of Economic Perspectives**, v. 23, n. 1, p. 3-25, 2009.

DEMARZO, P. M. The pooling and tranching of securities: a model of informed intermediation. **The Review of Financial Studies**, v. 18, n. 1, p. 1-35, 2005.

DIAMOND, D. W. Financial intermediation and delegated monitoring. **The Review of Economic Studies**, v. 51, n. 3, p. 393-414, 1984.

DIMSON, E. Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. **Journal of Financial Economics**, v. 7, n. 2, p. 197-226, 1979.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; AGRAWAL, D.; MANN, C. Explaining the rate spread on corporate bonds. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 1, p. 247-277, 2001.

FABOZZI, F. J.; DAVIS, H. A.; CHOUDHRY, M. **Introduction to structured finance**. Hoboken: John Wiley & Sons, 2006.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of Financial Economics**, v. 33, n. 1, p. 3-56, 1993.

GELTNER, D. Estimating market values from appraised values without assuming an efficient market. **Journal of Real Estate Research**, v. 8, n. 3, p. 325-345, 1993.

GETMANSKY, M.; LO, A. W.; MAKAROV, I. An econometric model of serial correlation and illiquidity in hedge fund returns. **Journal of Financial Economics**, v. 74, n. 3, p. 529-609, 2004.

GORTON, G.; METRICK, A. Securitized banking and the run on repo. **Journal of Financial Economics**, v. 104, n. 3, p. 425-451, 2012.

GORTON, G. B.; SOULELES, N. S. Special purpose vehicles and securitization. In: CAREY, M.; STULZ, R. M. (ed.). **The risks of financial institutions**. Chicago: University of Chicago Press, 2007. p. 549-597.

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.

**Ano VII, Vol. 2, 2026 | Submetido: 07 de setembro de 2026 | Aceito: 14 de outubro de 2026 | Publicado: 04 de novembro de 2026**

HOLMSTRÖM, B.; TIROLE, J. Financial intermediation, loanable funds, and the real sector. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 112, n. 3, p. 663-691, 1997.

JENSEN, M. C. The performance of mutual funds in the period 1945-1964. **The Journal of Finance**, v. 23, n. 2, p. 389-416, 1968.

KAPLAN, S. N.; SCHOAR, A. Private equity performance: returns, persistence, and capital flows. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 4, p. 1791-1823, 2005.

KEYS, B. J.; MUKHERJEE, T.; SERU, A.; VIG, V. Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 125, n. 1, p. 307-362, 2010.

LO, A. W. The statistics of Sharpe ratios. **Financial Analysts Journal**, v. 58, n. 4, p. 36-52, 2002.

LONGSTAFF, F. A.; MITHAL, S.; NEIS, E. Corporate yield spreads: default risk or liquidity? New evidence from the credit default swap market. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 5, p. 2213-2253, 2005.

MERTON, R. C. On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates. **The Journal of Finance**, v. 29, n. 2, p. 449-470, 1974.

PÁSTOR, Ľ.; STAMBAUGH, R. F. Liquidity risk and expected stock returns. **Journal of Political Economy**, v. 111, n. 3, p. 642-685, 2003.

PINHEIRO, F. A. P.; SAVOIA, J. R. F. Securitização de recebíveis: análise dos riscos inerentes. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 3, p. 305-326, 2009.

SHARPE, W. F. Mutual fund performance. **The Journal of Business**, v. 39, n. 1, p. 119-138, 1966.

SILVA, R. R. **Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) como uma alternativa ao financiamento de micro e pequenas empresas**: uma análise do mercado brasileiro de crédito. 2006. Dissertação (Mestrado), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2006. DOI: 10.11606/D.96.2006.tde-24012007-160651.

VARGA, G. Índice de Sharpe e outros indicadores de performance aplicados a fundos de ações brasileiros. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 5, n. 3, p. 215-245, 2001.

Este é um artigo de acesso aberto publicado sob a Licença de Atribuição Creative Commons (CC BY 4.0), que permite uso, distribuição e reprodução irrestritos em qualquer meio, desde que a obra original seja devidamente citada.