Machine Translated by Google
RCMOS - Revista Científica Multidisciplinaria del Conocimiento. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brasil.

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

Prima de iliquidez y riesgo crediticio en fondos de inversión en derechos de crédito: fundamentos teóricos, marco regulatorio y agenda de medición en el mercado brasileño.
Prima de iliquidez y riesgo crediticio en fondos de inversión en cuentas por cobrar (FIDC) brasileños: fundamentos teóricos, arquitectura regulatoria y un programa de medición.

Rafael Moreira Espindola1

RESUMEN

Los Fondos de Inversión en Derechos de Crédito (FIDC) se han convertido en uno de los principales canales de financiamiento no bancario en Brasil, con activos netos de R$741.100 millones en noviembre de 2025, según ANBIMA. A pesar de esta expansión y la apertura del producto al público general mediante la Resolución N° 175 de la CVM, la literatura nacional aún aborda poco si la remuneración adicional que ofrecen estos fondos compensa adecuadamente los riesgos crediticios, estructurales y de liquidez asumidos por los titulares de las participaciones. Este artículo examina esta cuestión a través de una investigación teórico-conceptual de carácter cualitativo, apoyada en una revisión bibliográfica de la literatura internacional sobre titulización, fijación de precios de liquidez y desempeño de los fondos de crédito privados, y en un análisis documental de la regulación brasileña. El estudio argumenta que la diferencia entre las cuotas del FIDC (Fondo de Inversión en Derechos de Crédito) y las del CDI (Certificado de Depósito Interbancario) agrega al menos tres componentes distintos: pérdida crediticia esperada, prima de riesgo sistemático y prima de iliquidez. Asimismo, señala que la medición convencional del desempeño, basada en el índice de Sharpe y la comparación con el CDI, tiende a sobreestimar el rendimiento ajustado al riesgo debido a la suavización de las cuotas. Como contribución, propone una agenda empírica que aborda la autocorrelación, los factores de riesgo crediticio y las medidas de liquidez de los fondos, aplicables a los informes mensuales publicados por la CVM (Comisión de Valores y Bolsa de Brasil). Concluye que la evaluación de estos vehículos requiere separar la compensación basada en el riesgo de la compensación basada en la iliquidez, ya que de lo contrario los recursos podrían asignarse de forma ineficiente, especialmente por parte de los inversores minoristas.
Palabras clave: FIDC. Prima de iliquidez. Titulización. Crédito privado. Evaluación del desempeño.

ABSTRACTO

Los fondos de inversión en derechos de crédito brasileños (FIDC) se han convertido en uno de los principales canales de financiación no bancaria en Brasil, con activos netos de 741.100 millones de reales brasileños en noviembre de 2025, según la ANBIMA. A pesar de este crecimiento y la apertura del producto a inversores minoristas mediante la Resolución n.º 175 de la CVM, la literatura nacional ha prestado poca atención a si el rendimiento adicional que ofrecen estos fondos compensa adecuadamente los riesgos de crédito, estructurales y de liquidez que asumen los inversores. Este artículo aborda la cuestión mediante una investigación teórica y conceptual de carácter cualitativo, basada en una revisión de la literatura internacional sobre titulización, fijación de precios de liquidez y rendimiento de los fondos de crédito privados, y en un análisis documental de la regulación brasileña. Se argumenta que el diferencial de las acciones de los FIDC sobre la tasa del CDI combina al menos tres componentes distintos: pérdidas crediticias esperadas, una prima de riesgo sistemático y una prima de iliquidez, y que la medición convencional del rendimiento, basada en el ratio de Sharpe y en la comparación con el CDI, tiende a sobreestimar los rendimientos ajustados al riesgo debido a la suavización de los rendimientos. Como contribución, el artículo propone una agenda empírica que aborda la autocorrelación, los factores de riesgo crediticio y las medidas de liquidez de los fondos, aplicables a los informes mensuales publicados por la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) de Brasil. Concluye que la evaluación de estos vehículos requiere separar la compensación por riesgo de la compensación por iliquidez, ya que de lo contrario el capital podría asignarse de forma ineficiente, especialmente por parte de los inversores minoristas.

Palabras clave: FIDC. Iliquidez de primas. Titulización. Crédito privado. Evaluación del desempeño.

Licenciatura en Economía (Insper, Magna Cum Laude) y en Administración de Empresas (Insper). Máster en Finanzas por la Universidad de Ginebra. Gestor de Carteras Certificado (CPM®) por la Universidad de Denver y la Academia de Gestores de Carteras Certificados. Gestor de Carteras y Director de Inversiones en Podosk Ltd y MAST Investment Management.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

1. INTRODUCCIÓN

El mercado crediticio brasileño ha experimentado una transformación significativa en las últimas dos décadas. con la expansión de instrumentos de financiación a través del mercado de capitales que compiten con el Crédito bancario tradicional. Entre estos instrumentos se encuentran los Fondos de Inversión en Derechos. Fondos de Inversión en Crédito (FIDC), autorizados por la Resolución N° 2.907, de 29 de noviembre de 2001, del Consejo. El Consejo Monetario Nacional (CMN, 2001) se ha consolidado como el principal vehículo para la titulización de Cuentas por cobrar del país. Datos de la Asociación Brasileña de Entidades del Mercado Financiero y de Capitales. Mercados de Capitales (ANBIMA, 2025b) indican que el patrimonio neto de la categoría alcanzó los R$ 741.100 millones. en los doce meses que terminan en noviembre de 2025, con un crecimiento del 22,5% en el período, mientras que El número de cuentas de inversores aumentó de 147.300 a 333.700. Este crecimiento estuvo acompañado de... Mediante la entrada de inversores minoristas: las cuentas de inversores en general, una categoría que obtuvo acceso a Los productos registrados bajo la Resolución N° 175 de la CVM aumentaron de 2.400 a 34.300 en el mismo período.

Este crecimiento plantea una nueva perspectiva sobre una antigua cuestión de la teoría financiera. entorno institucional. Los activos que se negocian en mercados poco profundos ofrecen rentabilidad. superior a la de los activos líquidos de riesgo comparable, y la literatura, desde Amihud y Mendelson (1986) interpreta parte de esta diferencia como una compensación por la dificultad de convertir la Inversión en efectivo. En el caso de las FIDC, la acción rara vez se negocia en el mercado secundario. El reembolso en las clases de inversión de capital cerrado se produce únicamente al vencimiento o durante las amortizaciones programadas, y el valor La cuota se determina en función de metodologías de evaluación que dependen de supuestos sobre tasas de incumplimiento y de descuento. Por lo tanto, el diferencial sobre el CDI que remunera al inversor incluye, de De una manera que no es directamente observable, la pérdida esperada de la cartera, la prima de riesgo sistemático de crédito y la prima exigida por iliquidez. Separar estos componentes es una condición para evaluar si el El inversor recibe una compensación por el riesgo que realmente asume.

El objetivo de este artículo es examinar, a la luz de la literatura internacional y la regulación brasileña, identificar los determinantes de la prima de iliquidez en los FIDC y proponer una agenda de medición capaz de para distinguirlo de la compensación por riesgo crediticio. La contribución es doble. En primer lugar, la Este trabajo organiza las diversas contribuciones sobre titulización y fijación de precios en un marco único. liquidez y valoración de fondos ilíquidos, acercándolos a las particularidades del mercado. nacional, todavía poco estudiado desde este ángulo desde el trabajo de Pinheiro y Savoia (2009). En En segundo lugar, presenta una especificación empírica aplicable a los informes mensuales publicados por Comisión de Bolsa y Valores. El texto está organizado en ocho secciones además de esta introducción: a metodología, seis secciones de desarrollo teórico y la conclusión.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

2. METODOLOGÍA

En cuanto a su naturaleza, la investigación se clasifica como teórico-conceptual y cualitativa. No...
Su objetivo es estimar parámetros a partir de su propia muestra, pero construirlos basándose en la evidencia.
ya publicado y en fuentes primarias de carácter normativo y estadístico, un marco analítico que
permitir la formulación de hipótesis comprobables sobre la prima de iliquidez en los FIDC. En cuanto a...
En cuanto a los procedimientos, el estudio combina la investigación bibliográfica y documental. La primera se centra en:
artículos publicados en revistas financieras líderes, como The Journal of Finance,
Revista de Economía Financiera, Revista de Estudios Financieros y Revista Trimestral de
Economía, además de publicaciones periódicas nacionales, sobre todo la Revista Brasileña de Finanzas.
La segunda categoría abarca las regulaciones del Consejo Monetario Nacional y de la Comisión de Valores y Bolsa.
la legislación federal pertinente y las estadísticas sectoriales publicadas por ANBIMA.

La selección de la literatura siguió tres criterios. El primero fue la relevancia temática, con
prioridad para artículos sobre la economía de la titulización, descomposición de los diferenciales de crédito,
fijación de precios de la liquidez, medición del rendimiento de los activos que se negocian con poca frecuencia y
evidencia sobre fondos de crédito privados. El segundo fue la relevancia académica, medida por
publicación en revistas revisadas por pares y la influencia del trabajo en la literatura.
subsiguiente. La tercera fue la aplicabilidad al caso brasileño, es decir, la posibilidad de transponer la
mecanismos descritos para fondos que adquieren cuentas por cobrar comerciales, financieras y corporativas y
que, por regla general, remuneran sus participaciones en función del CDI (Certificado de Depósito Interbancario). Documentos y publicaciones reglamentarias de
Las entidades de mercado se utilizaron únicamente para describir hechos institucionales y datos agregados.
nunca como base para proposiciones teóricas.

El análisis del material siguió el procedimiento de síntesis integradora. Cada contribución fue
examinada con el propósito de identificar el mecanismo económico propuesto, la evidencia de que
Se sostiene y las condiciones bajo las cuales se aplica. Luego, los mecanismos se agruparon en
Seis ejes que estructuran el desarrollo del artículo: la economía de los vehículos diseñados para un fin específico.
Específicamente, la arquitectura regulatoria de las FIDC, los fundamentos de la prima de iliquidez, el papel de
subordinación y asimetría de la información, los problemas de la medición del desempeño en
carteras ilíquidas y evidencia internacional sobre fondos de crédito privado. En la dimensión
disposiciones reglamentarias, incluidas las de la Instrucción CVM n.º 356/2001, la Instrucción CVM n.º 444/2006 y...
Se compararon la Resolución CVM No. 175/2022 en lo que respecta al público objetivo y la responsabilidad de
los accionistas y las obligaciones de los proveedores de servicios.

El diseño adoptado tiene limitaciones que deben explicitarse. Dado que se trata de un estudio...
En teoría, las relaciones propuestas no se someten a pruebas estadísticas en este trabajo, y las conclusiones...

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google
RCMOS - Revista Científica Multidisciplinaria del
Conocimiento. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brasil.

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

Adoptan la forma de proposiciones e hipótesis que deben verificarse. Datos agregados del mercado.
Estos elementos se utilizaron únicamente para contextualizar la relevancia del tema, sin ninguna intención de hacer inferencias.
La literatura internacional sobre crédito privado refleja en gran medida la experiencia estadounidense.
y europeos, caracterizados por fondos cerrados con aportaciones de capital y tipos de interés de referencia.
muy inferiores a las cifras brasileñas, lo que exige precaución al extrapolar los resultados. Estas limitaciones
Guiaron el desarrollo de la agenda empírica presentada en la sección 8, diseñada para presentar la
Las propuestas del artículo deben ser contrastadas con datos del mercado nacional.

3. La titulización y la economía de los vehículos de propósito especial

La titulización consiste en transferir activos que generan flujo de efectivo a una
una entidad legalmente separada del originador, que financia la adquisición de estos activos a través de
emisión de valores respaldados por las propias cuentas por cobrar. Gorton y Souleles (2007) muestran que la
Un elemento central de esta operación es el vehículo de propósito especial, diseñado para aislar los activos.
cedido de los costos de quiebra del originador. Cuando la separación sea efectiva, el inversor se convierte en...
exponiendo al cliente al riesgo de la cartera transferida, y no al riesgo crediticio de la empresa que la originó, lo que permite
Las empresas con calificaciones de riesgo moderadas pueden obtener financiación a un coste inferior al de su deuda.
corporativo. Sin embargo, los mismos autores señalan que los patrocinadores pueden ayudar.
Implícitamente, someten sus vehículos a un mayor estrés en situaciones estresantes, y los inversores tienen en cuenta esta posibilidad.
Esto se tiene en cuenta en la fijación de precios, lo que relativiza la separación formal y crea un vínculo reputacional entre
creador e inversor.

En la literatura sobre financiación estructurada, el diseño de los pasivos del vehículo es tan importante como
la calidad del activo. Fabozzi, Davis y Choudhry (2006) describen los principales mecanismos de
Refuerzos crediticios utilizados en estas operaciones, incluyendo sobrecolateralización y diferenciales excesivos.
entre la tasa de los activos y el rendimiento de los pasivos, las garantías proporcionadas por terceros y, sobre todo,
La división de pasivos en clases con diferentes prioridades de pago. Cada uno de estos
Este mecanismo actúa como amortiguador contra las pérdidas y modifica la distribución de los rendimientos entre las diferentes clases de acciones.
Pinheiro y Savoia (2009), al aplicar esta clasificación al mercado brasileño, observaron que la
Las FIDC nacionales estaban predominantemente estructuradas con cuotas superiores y subordinadas, con
La remuneración objetivo para los altos ejecutivos está indexada al CDI (tasa de depósito interbancaria brasileña), y la clase subordinada absorbe el resultado.
cartera residual. Esta configuración sigue siendo dominante, aunque el uso de clases intermedias,
El llamado entrepiso ha sido ampliado.

La justificación económica para dividir los pasivos en clases fue formalizada por DeMarzo (2005).
En el modelo del autor, un intermediario posee información privada sobre la calidad de los activos que

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

tiene la intención de vender. Agrupar activos en una cartera reduce el problema de la selección adversa mediante diversificación, pero también destruye parte del valor informativo del vendedor. Emisión en clases Esto resuelve el dilema, ya que el intermediario vende el segmento menos sensible a la información, la clase Es la parte más importante y conserva la porción más sensible, cuyo valor depende en gran medida de la calidad de los activos. La retención de clientes actúa como una señal creíble, ya que quienes mejor conocen la cartera están dispuestos a asumir los costes. pérdidas iniciales. La lógica es la misma que subyace a la práctica brasileña, en la que el cedente o las partes Las empresas vinculadas a la estructura suscriben acciones subordinadas, y esto ayuda a explicar por qué los inversores externos En los puestos de mayor responsabilidad, aceptan una remuneración solo ligeramente superior al CDI (Contribución a la Escala Salarial Nacional).

Sin embargo, la división en clases no elimina los riesgos; los redistribuye, y de una manera que no es ni siempre intuitivo. Coval, Jurek y Stafford (2009) demuestran que la creación de clases superiores de Las carteras de crédito concentran la exposición a eventos sistemáticos en estas clases debido a las pérdidas. Los pagos que pueden llegar a la parte prioritaria solo se producen cuando muchos deudores no pagan al mismo tiempo. tiempo. Según los autores, el valor de las clases estructuradas es muy sensible a los errores de estimación. probabilidades de incumplimiento y, especialmente, la correlación entre deudores, de modo que Pequeñas imprecisiones en los parámetros producen grandes diferencias en el riesgo. Para el inversor de En el caso de FIDC (Fondo de Inversión en Derechos de Crédito), la implicación es directa: el tramo senior con baja volatilidad, en circunstancias normales, puede tener... Comportamiento similar al de una posición corta tomada para protegerse contra las crisis, lo que resulta en pérdidas. concentrados precisamente en los sectores económicos donde los inversores valoran más la liquidez.

La experiencia internacional también revela los incentivos que la titulización puede distorsionar. Keys et al. (2010), al estudiar los préstamos hipotecarios de alto riesgo en EE. UU., Encontraron evidencia de que la mayor facilidad para titularizar ciertos créditos estaba asociada debido a una selección menos rigurosa de los prestatarios y a una mayor tasa de impago entre los préstamos más caros. fácilmente titulizable. El resultado muestra que cuando el originador no retiene un riesgo significativo, La calidad de la originación tiende a deteriorarse. Gorton y Metrick (2012), a su vez, demostraron que La crisis de 2007-2008 tomó la forma de una carrera por los acuerdos de recompra respaldados. en activos titulizados, con un fuerte aumento en los márgenes requeridos, lo que se convirtió en un problema Calidad crediticia en una crisis de liquidez. Para las FIDC, esta evidencia indica que la La prima exigida por los inversores depende no solo de la pérdida esperada de la cartera, sino también de... calidad de los incentivos para la originación y la posibilidad de que desaparezca la liquidez simultáneamente en todo el segmento.

4. Arquitectura institucional y evolución regulatoria de las FIDC en BRASIL

El punto de partida para los FIDC (Fondos de Inversión en Cuentas por Cobrar) es la Resolución CMN No. 2.907/2001, que autorizó su creación.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google
RCMOS - Revista Científica Multidisciplinaria del
Conocimiento. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brasil.

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

de fondos destinados a la inversión en derechos de crédito y asignados a la Comisión de Bolsa y Valores
la autoridad para regularlos. La regulación llegó con la Instrucción CVM No. 356, de 17
Diciembre de 2001, que definió los derechos de crédito como aquellos que se originan en transacciones.
Realizado en los sectores financiero, comercial, industrial, inmobiliario, hipotecario y de arrendamiento.
Las empresas comerciales y de servicios debían invertir un mínimo del 50% de su patrimonio neto en estas áreas.
activos y permitió la constitución en forma de condominio abierto o cerrado (CVM, 2001). Acceso
Siguió estando restringido a inversores cualificados, lo que, durante más de dos décadas, mantuvo el producto...
Se concentra entre inversores institucionales, fondos de inversión y personas con un elevado patrimonio neto.
Silva (2006) señala que, en los primeros años, la estructura comenzó a explorarse como una alternativa.
financiación para micro y pequeñas empresas, con tasas más bajas que las cobradas por
instituciones financieras convencionales.

En 2006, la Instrucción n.º 444 de la CVM creó códigos FIDC no estandarizados, destinados a derechos.
Créditos de naturaleza más compleja, como créditos vencidos y no pagados, créditos adeudados por
empresas en recuperación, créditos sujetos a litigio judicial y créditos de existencia futura, entre otros.
otros (CVM, 2006). El acceso a estos fondos se limitó a inversores con mayor capacidad de inversión.
análisis, reconociendo que dichos activos tienen flujos de efectivo más inciertos y valoraciones más complejas.
difícil. Desde el punto de vista del premio por iliquidez, la distinción es relevante: cuanto más idiosincrásico
Cuanto mayor sea el lastre, menor será la probabilidad de que un tercero lo evalúe rápidamente y, por lo tanto, mayor será el costo de
Transferencia de la cuota en caso de necesidad de efectivo. Segmentación regulatoria entre fondos.
Las funciones estandarizadas y no estandarizadas sirvieron así como un enfoque institucional inicial para
heterogeneidad de riesgo y liquidez existente en el universo de cuentas por cobrar.

El cambio más profundo se produjo con la Resolución N° 175 de la CVM, del 23 de diciembre de 2022.
que reemplazó el conjunto anterior de instrucciones con un marco regulatorio único, que consta de un
parte general y por anexos normativos específicos, siendo el Anexo Normativo II el responsable de regular la
FIDC (CVM, 2022). La regulación entró en vigor el 2 de octubre de 2023 y los fondos entonces...
Las operaciones deberán adaptarse antes del 29 de noviembre de 2024, tal como lo ha aclarado la autoridad local.
En la Circular No. 6/2024 de la CVM/SSE (CVM, 2024). Entre las innovaciones, destacan las siguientes:
posibilidad de crear clases y subclases de acciones con activos segregados y la limitación
En cuanto a la responsabilidad de los accionistas hasta el valor suscrito, un derecho introducido en el Código Civil por la Ley
N.º 13.874/2019 (Brasil, 2019) e incorporado al artículo 6 de la parte general de la resolución. La misma regla
Mantuvo el requisito de invertir un mínimo del 50% de los activos en cuentas por cobrar, ahora
según lo dispuesto en el artículo 44 del Anexo II del Reglamento.

La apertura de los FIDC (Fondos de Inversión en Cuentas por Cobrar) al público en general es el cambio que mayor impacto tiene en el debate.
Este artículo propone permitir que los inversores minoristas adquieran acciones, siempre que se cumplan ciertas condiciones.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google
RCMOS - Revista Científica Multidisciplinaria del
Conocimiento. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brasil.

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

Además de las condiciones de protección, la regulación se extendió a un público con menor capacidad para
El análisis es un producto cuya evaluación requiere conocimientos de crédito, estructura y liquidez.
La resolución buscaba compensar este cambio reforzando las obligaciones de los proveedores de servicios.
servicio. El artículo 36 del Anexo Normativo II asigna al gerente la responsabilidad de verificar el
existencia, integridad y propiedad de los activos subyacentes de los derechos de crédito, y el artículo 42 prohíbe la
adquisición de derechos de crédito originados o cedidos por el administrador, el gerente o el
consultoría especializada o por partes relacionadas con ellas, una prohibición que no admite excepciones cuando
Las cuotas están destinadas al público en general. Estas normas abordan directamente los problemas de origen.
y el conflicto de intereses analizado en la sección anterior.

La evolución institucional se completa con cambios fiscales y de información. Ley No.
La Ley 14.754, del 12 de diciembre de 2023, reformó la tributación de las inversiones en fondos de inversión.
Inversiones, incluidos fondos cerrados, y estableció reglas específicas para las FIDC.
de acuerdo con el marco del fondo y la composición de la cartera (Brasil, 2023), que alteró el
El atractivo relativo de ciertas estructuras, especialmente aquellas utilizadas con fines patrimoniales.
En términos de plan informativo, ANBIMA (2025a) comenzó a divulgar el desglose agregado de carteras con

Según los informes presentados a la CVM (Comisión Brasileña de Valores y Bolsa): en febrero de 2025, había 3.068 FIDC (Fondos de Inversión en Derechos de Crédito) en funcionamiento, y

El 82,2% del patrimonio neto de la categoría, que asciende a un total de R$ 588.200 millones, se invirtió en derechos.
Entidades de crédito. Una mayor transparencia es una condición necesaria para la investigación empírica sobre el crédito.
Este tema permite realizar un seguimiento de la morosidad, la subordinación y la composición de la cartera a lo largo del tiempo.
de tiempo. La Tabla 1 resume los principales hitos regulatorios analizados en esta sección.

Tabla 1: Marcos regulatorios para las FIDC en Brasil

Estándar	Año. Principales dispositivos relacionados con el tema.
Resolución CMN n.º 2907	En 2001, se autorizó la creación de fondos de inversión en derechos de crédito y se asignó la regulación a la CVM (Comisión Brasileña de Valores y Bolsa).
Instrucción CVM n.° 356	La ley de 2001 regula los FIDC (Fondos de Inversión en Derechos de Crédito), exige una inversión mínima del 50% del patrimonio neto en derechos de crédito y restringe el acceso a inversores cualificados.
Instrucción CVM n.° 444	En 2006 se crearon los FIDC (Fondos de Inversión en Cuentas por Cobrar) no estandarizados, destinados a deudas vencidas, deudas de empresas en proceso de recuperación, deudas sujetas a litigios y deudas de existencia futura, entre otras.
Ley N° 13.874	La Ley de 2019 incorpora al Código Civil las normas que rigen los fondos de inversión y permite limitar la responsabilidad de los accionistas al valor de las acciones suscritas.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

Estándar	Año. Principales dispositivos relacionados con el tema.
Resolución N.º 175 de la CVM	En 2022 se estableció el nuevo marco regulatorio para los fondos; el Anexo Normativo II rige los FIDC (Fondos de Inversión en Derechos de Crédito), con clases y subclases, acceso público bajo ciertas condiciones y obligaciones del gestor con respecto a los activos subyacentes.
Ley N° 14.754	En 2023 se reformó la tributación de las inversiones en fondos de inversión, con normas específicas aplicables a los FIDC (Fondos de Inversión en Derechos de Crédito).

Fuente: preparado por el autor con base en CMN (2001), CVM (2001, 2006, 2022) y Brasil (2019, 2023).

5 Fundamentos teóricos de la prima de iliquidez sobre los activos crediticios

La formulación clásica de la relación entre liquidez y rendimiento esperado se debe a Amihud y Mendelson (1986). Los autores modelan inversores con distintos horizontes de inversión que Se enfrentan a costes de transacción al negociar activos y demuestran que el rendimiento bruto esperado es un La naturaleza creciente y cóncava del costo de transacción es función del volumen de transacciones. Esta concavidad se debe al efecto de la clientela. Los inversores con horizontes de inversión más largos amortizan los costes de transacción durante un mayor número de periodos. períodos y, por lo tanto, se convierten en los poseedores naturales de los activos menos líquidos. La implicación para el El crédito estructurado es inmediato. Cuotas FIDC sin negociación secundaria efectiva y con términos de Los períodos de reembolso prolongados deben ofrecer un rendimiento adicional suficiente para atraer inversores capaces de manténgalos hasta su vencimiento, y la prima requerida tiende a ser menor cuanto mayor sea la participación en Inversores con obligaciones a largo plazo y predecibles, como fondos de pensiones y compañías de seguros.

La literatura posterior distinguió dos conceptos que a menudo se confunden. El primero es La iliquidez como una característica del activo, es decir, el costo esperado de negociarlo. Amihud (2002) propuso una medida basada en la relación entre el rendimiento absoluto y el volumen de negociación mostró que la iliquidez El comportamiento esperado del mercado afecta positivamente el rendimiento excedente esperado de las acciones. El segundo concepto Se trata del riesgo de liquidez, es decir, la covarianza entre la rentabilidad del activo y las variaciones en la liquidez agregada. Pástor y Stambaugh (2003) encontraron evidencia de que las acciones son más sensibles a las perturbaciones de liquidez. Las opciones de mercado ofrecen mayores rendimientos esperados, y Acharya y Pedersen (2005) integraron la dos dimensiones en un modelo de precios ajustado por liquidez, en el que el rendimiento requerido depende del costo promedio de transacción y tres covarianzas entre rendimientos y liquidez. Para los FIDC, el La distinción es clave: una cuota puede ser ilíquida en tiempos normales y volverse aún menos líquida. Precisamente cuando el inversor más necesita efectivo.

En el mercado de valores de crédito, el problema se convirtió en un debate sobre la composición. de los diferenciales. Elton et al. (2001) demostraron que la pérdida esperada debido al incumplimiento solo explica una pequeña parte del diferencial entre los bonos corporativos estadounidenses y los bonos estadounidenses Tesoro, con la diferencia atribuida a efectos fiscales y una prima por riesgo sistemático,

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google
RCMOS - Revista Científica Multidisciplinaria del
Conocimiento. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brasil.

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

relacionados con los mismos factores que explican los rendimientos de las acciones. Longstaff, Mithal y Neis (2005), utilizando los precios de los contratos de derivados de crédito como medida directa del riesgo.
En cuanto a las tasas de incumplimiento, concluyeron que este componente representa la mayor parte del diferencial, pero que Queda una parte no relacionada con el crédito, fuertemente asociada con medidas de liquidez de títulos. Esta descomposición proporciona el modelo conceptual adoptado en este artículo: la distribución de una acción.

La rentabilidad de un FIDC (Fondo de Inversión en Derechos de Crédito) basado en el CDI (Certificado de Depósito Interbancario) debe interpretarse como la suma de la pérdida esperada, la prima de riesgo crediticio y...

Prima por iliquidez, cada cuota con sus propios factores determinantes.

La evidencia de que la liquidez se refleja en los precios de los mercados de crédito ha sido consolidada por estudios que utilizaron medidas directas de negociabilidad. Chen, Lesmond y Wei (2007)
Documentaron que las medidas de iliquidez explican una parte significativa del nivel y las variaciones de los diferenciales. de bonos corporativos, incluso después de controlar las variables de riesgo de incumplimiento, con efecto más fuerte entre los valores de grado especulativo. Bao, Pan y Wang (2011) construyeron una medida de iliquidez basada en la autocovarianza negativa de las variaciones de precios y demostró que es Está estrechamente relacionado con los diferenciales y también experimenta fuertes aumentos durante los períodos de crisis.
La traducción de estos resultados a FIDC requiere adaptación. Dado que la mayoría de las cuotas no Debido a que tiene negociación continua, las medidas del mercado secundario son difíciles de calcular y La iliquidez debe inferirse a través de medios indirectos, como el período de redención, la existencia de un período de espera, La condición de clase cerrada y el comportamiento estadístico de la serie de cuotas.

Desde el punto de vista del inversor, la iliquidez también altera la propia decisión de asignación. Ang, Papanikolaou y Westerfield (2014) modelan un inversor que solo puede negociar el activo ilíquido. en fechas aleatorias y demostrar que esta restricción aumenta su aversión al riesgo efectiva, de una manera Depende del estado de la economía y reduce la asignación tanto a activos ilíquidos como a activos fijos. red de riesgo. Los autores resaltan la incertidumbre con respecto a la duración del intervalo sin negociación, Más que un período de gracia predefinido, es el principal determinante del costo de Iliquidez. En Brasil, esta lógica se combina con una particularidad: el activo de referencia a corto plazo.

A largo plazo, representado por el CDI (Certificado de Depósito Interbancario) y los bonos gubernamentales a plazo fijo, ofrece tasas nominales elevadas. con liquidez diaria, lo que aumenta el costo de oportunidad de inmovilizar recursos. La prima de

Por lo tanto, la falta de liquidez requerida en los FIDC (Fondos de Inversión en Cuentas por Cobrar) debe evaluarse en relación con las alternativas líquidas que ya existen.

Pagan bien, y no en relación con el entorno de bajos tipos de interés en el que se desarrolló gran parte de ello. Literatura internacional sobre crédito privado.

6. Subordinación, aumento del crédito y asintomática de la información

El análisis de riesgos de las diferentes clases de cuotas se puede realizar utilizando el modelo.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

Marco estructural de Merton (1974). En el marco del autor, el valor de la deuda de una empresa es equivalente a
El valor de un bono libre de riesgo menos el valor de una opción de venta sobre los activos de la empresa.
con un precio de ejercicio igual al valor nominal de la deuda. Traducido al FIDC (Fondo de Inversión en Cuentas por Cobrar), el razonamiento...
Esto nos permite interpretar la cuota senior como un valor libre de riesgo, del cual se resta una opción de venta.
En cuanto a la cartera de cuentas por cobrar, cuyo precio de ejercicio depende del grado de subordinación. La cuota
Una opción subordinada, a su vez, se comporta como una opción de compra sobre la cartera, ya que recibe...
valor residual después del pago de las clases superiores. Esta lectura deja claro por qué el
La subordinación reduce el riesgo de la cuota preferente: aleja el precio de ejercicio de la opción vendida del tipo de subordinación.
implícitamente por el titular de la cuota de mayor antigüedad, y hace necesario un mayor impacto para que esta clase lo sufra.
pérdidas.

En la práctica brasileña, el orden de los pagos y la asignación de pérdidas sigue un orden escalonado.
definido en la normativa. Los flujos recibidos de la cartera remuneran primero a la clase senior hasta el
tasa objetivo, luego la clase mezzanine, cuando existe, y el residuo pertenece a la clase subordinada;
Las pérdidas siguen el camino inverso y son absorbidas inicialmente por el subordinado. Figura 1
Esto ilustra este mecanismo. Pinheiro y Savoia (2009) simularon, utilizando métodos de Monte Carlo, el
rendimientos de clases senior y subordinadas de estructuras con 15% de subordinación, considerando cinco
Modalidades de crédito y choques con respecto a las tasas de interés y las tasas de incumplimiento. Los resultados indicaron que la clase
El alto ejecutivo logró la remuneración objetivo con un 99% de confianza en todos los escenarios, mientras que...
Las inversiones subordinadas mostraron rendimientos inferiores al CDI (tasa de depósito interbancaria brasileña) solo en situaciones específicas, especialmente en...
perturbaciones en el nivel o la volatilidad de los impagos y en las carteras de cuentas por cobrar, cuyos márgenes
Los activos líquidos eran menores y sus pérdidas más volátiles.

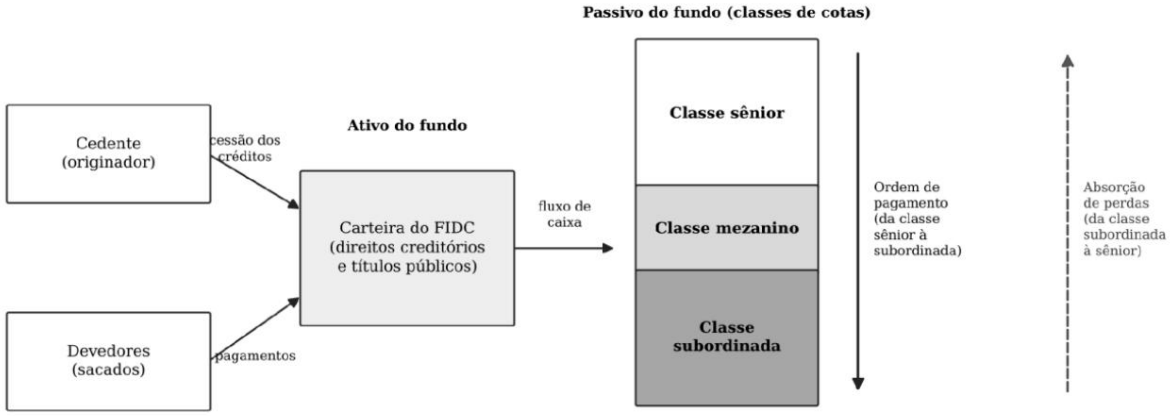
Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google

RCMOS - Revista Científica Multidisciplinaria del Conocimiento. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brasil.

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

Figura 1: Flujo de caja y distribución de pérdidas entre las clases de acciones de un FIDC (Fondo de Inversión en Derechos de Crédito).



Fuente: Elaborado por el autor con base en Fabozzi, Davis y Choudhry (2006) y Pinheiro y Savoia (2009). Representación esquemática, sin datos específicos del fondo.

La subordinación no es solo una herramienta de ingeniería financiera; también es una respuesta a la asimetría de información entre quienes originan los créditos y quienes los financian. Akerlof (1970) Se demostró que cuando los compradores no pueden distinguir la calidad de los productos, el precio sube. reflejando una calidad promedio, y los vendedores de mejores productos tienden a retirarse, lo que puede conducir a al colapso del mercado. Diamond (1984) explicó la existencia de intermediarios financieros mediante ahorros de costos resultantes de la supervisión delegada, siempre que el intermediario tenga incentivos adecuados para el monitoreo. Holmström y Tirole (1997) formalizaron la idea de que El intermediario necesita invertir su propio capital en los proyectos que financia para que su esfuerzo por El seguimiento debe ser creíble para los demás acreedores. La retención de la cuota subordinada por parte del cedente. o mediante partes vinculadas a la estructura se aplica este principio, ya que transforma la pérdida esperada de la cartera. en detrimento de quienes poseen información privilegiada.

Sin embargo, de ello no se deduce que el índice de subordinación sea una medida suficiente del riesgo. Tres Los factores reducen su capacidad informativa. El primero es la correlación entre deudores, que, como Como demostraron Coval, Jurek y Stafford (2009), define la probabilidad de pérdidas simultáneas y, por lo tanto, La eficacia del colchón. El segundo es la concentración de la cartera en unos pocos cedentes o girados, comunes En los fondos de inversión en cuentas por cobrar comerciales (FIDC), esto hace que la distribución de las pérdidas sea discontinua, ya que un único... Un evento crediticio puede consumir toda la subordinación. El tercero es el riesgo operativo y de garantía, es decir... Es decir, la posibilidad de que los derechos de crédito no existan o hayan sido cedidos más de una vez. o no se ingresan en la cuenta del fondo. Este último riesgo no está relacionado con la calidad de El crédito del deudor no se refleja adecuadamente en los modelos estadísticos de incumplimiento,

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google
RCMOS - Revista Científica Multidisciplinaria del
Conocimiento. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brasil.

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

lo cual explica el énfasis dado por la Resolución No. 175 de la CVM a los deberes del gerente con respecto a la verificación de lastre.

Las regulaciones suelen complementar la subordinación con mecanismos de protección.
dinámico. Entre ellos se encuentran los índices mínimos de subordinación, cuya desviación requiere la
reestructuración o suspensión de la adquisición de nuevos créditos, reservas de liquidez en
bonos gubernamentales y los eventos de valoración y liquidación anticipada, desencadenados cuando los indicadores
Las tasas o concentraciones de incumplimiento superan los límites predefinidos. Pinheiro y Savoia (2009)
Observaron que varias regulaciones analizadas preveían un acuerdo anticipado si la proporción
La relación entre cuentas por cobrar y activos cae por debajo del 50%. Estos factores protegen la clase de activos senior, pero
Producen un efecto secundario relevante para la discusión sobre la liquidez: en situaciones de estrés, la
La amortización acelerada y la interrupción de las cesiones alteran el plazo efectivo de la inversión de tal manera que...
No está bajo el control del inversor. El plazo para recibir el capital se convierte en una variable.
Correlación aleatoria con el ciclo crediticio, lo que exacerba el riesgo de liquidez en el sentido propuesto.
por Acharya y Pedersen (2005).

7. MEDICIÓN DEL RENDIMIENTO EN CARTERAS ILIQUIDAS: SUAVIZACIÓN, PUNTO DE REFERENCIA Y AJUSTE DE RIESGO

La evaluación del rendimiento de los fondos se basa tradicionalmente en medidas de rentabilidad.
ajustado al riesgo. Sharpe (1966) propuso la relación entre el exceso de rendimiento y la desviación estándar de
rendimientos, y Jensen (1968) definió alfa como la intersección de una regresión del exceso de rendimiento de
fondo sobre rendimientos excedentes del mercado. En Brasil, Varga (2001) aplicó estas y otras medidas.
a los mayores fondos de renta variable del país y señaló las dificultades y los defectos de su aplicación en
Valoración de fondos de inversión. En el caso de los FIDC (Fondos de Inversión en Derechos de Crédito), la práctica de mercado consiste en comparar...
La rentabilidad de las acciones se mide en función del CDI (Certificado de Depósito Interbancario) y el índice de Sharpe se calcula en función de la desviación estándar de...
rendimientos mensuales. Este procedimiento supone que la volatilidad observada del precio de las acciones representa
evaluar adecuadamente el riesgo económico de la cartera, una premisa que no se cumple cuando se valora el activo.
por modelo, y no por precios formados en el mercado.

El problema fue analizado en profundidad por Getmansky, Lo y Makarov (2004) para
fondos de inversión alternativos. Los autores demostraron que los rendimientos de los activos ilíquidos o
Los valores evaluados por los modelos tienden a exhibir autocorrelación serial positiva debido a la nueva información.
Se incorpora gradualmente al precio de las acciones. El suavizado reduce la volatilidad medida, aumentando
Los autores inflan artificialmente el índice de Sharpe y subestiman la exposición a los factores del mercado.
Propusieron un modelo en el que el rendimiento observado es un promedio ponderado de los rendimientos económicos.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google
RCMOS - Revista Científica Multidisciplinaria del
Conocimiento. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brasil.

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

Los datos actuales y desfasados permiten estimar el grado de suavizado y recuperar una serie más precisa.
del valor real. En una cuota FIDC, calculada diariamente mediante la apropiación de la tasa de cuentas por cobrar y
Ajustado especialmente cuando se reconocen provisiones para pérdidas, el fenómeno tiende a ser
particularmente intensa: la serie crece casi linealmente y muestra leves caídas cuando
Finalmente se registra el deterioro de la cartera.

Las consecuencias estadísticas de la autocorrelación fueron formalizadas por Lo (2002), quien
demostró que la anualización del índice de Sharpe multiplicando el índice mensual por la raíz cuadrada
La raíz cuadrada de doce puede sobreestimar sustancialmente la tasa anual cuando los rendimientos son...
autocorrelacionada positivamente. En un contexto diferente, Dimson (1979) demostró que la negociación
rara vez produce estimaciones beta sesgadas y sugirió sumar los coeficientes de regresión con
rendimientos de mercado rezagados, contemporáneos y anticipados. Geltner (1993), al estudiar índices
Bienes raíces basados en informes de tasación, procedimientos desarrollados para estimar valores de
mercado basado en valores tasados, que inspiró el tratamiento de otras clases de activos.
marcado por un modelo. La combinación de estas técnicas ofrece una vía operativa para las FIDC:
estimar el grado de suavizado de la serie de cuotas, reconstruir la volatilidad económica y recalcular la
Medidas de rendimiento con versiones beta que incorporan retardos.

La elección del marco de referencia es el segundo problema metodológico relevante. El CDI es la referencia.
base contractual para la mayoría de las cuotas, pero no constituye un índice de riesgo equivalente, porque
Esto corresponde a un activo líquido con prácticamente ningún riesgo crediticio. Compare el FIDC con el CDI.
Esto equivale a asignar toda la compensación por riesgo crediticio al gerente como una forma de desempeño superior y
debido a la iliquidez. Fama y French (1993) demostraron que los rendimientos de renta fija se explican
debido a dos factores comunes, uno asociado con el plazo y el otro con el riesgo de incumplimiento, y Carhart (1997)
Ha quedado claro que la aparente persistencia del rendimiento del fondo se explica en gran medida por
Factores de riesgo y costes comunes. Para fondos con flujos de efectivo irregulares, Kaplan y Schoar
(2005) difundió la lógica del equivalente del mercado público, que compara el resultado del fondo.
Esto contrasta con lo que se obtendría al aplicar los mismos flujos a un índice negociado. Estos enfoques
Coinciden en un punto: el rendimiento solo puede atribuirse a la habilidad del gerente después de...
descontando las primas que cualquier inversor obtendría asumiendo los mismos riesgos.

También existen sesgos de selección que afectan la percepción que tienen los inversores del rendimiento. Clasificaciones
Las cifras de rentabilidad publicadas por las plataformas de distribución generalmente solo tienen en cuenta los propios fondos.
activos y rendimiento de acciones pasadas, sin ajuste por suavizado, concentración de cartera o
Nivel de subordinación por debajo de la clase ofrecida. Los fondos se cierran después de que se produzcan eventos de crédito.
Las bases de datos introducen un sesgo de supervivencia, un problema reconocido en la literatura.
evaluación de fondos, lo que llevó a Carhart (1997) a utilizar una base de datos libre de sesgos precisamente para este propósito.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google
RCMOS - Revista Científica Multidisciplinaria del
Conocimiento. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brasil.

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

Para evitar sobreestimar el rendimiento promedio. Para el inversor minorista recién admitido en este

El mercado se caracteriza por una combinación de baja volatilidad aparente, rentabilidades superiores al CDI (tasa de depósito interbancaria brasileña) y la ausencia de ajustes.

La falta de liquidez puede llevar a la percepción de que un activo de renta fija tiene un riesgo similar al de un...

Título bancario, una percepción que no se corresponde con la naturaleza económica del instrumento.

8. Evidencia internacional sobre el crédito privado y la agenda empírica.

PARA EL MERCADO BRASILEÑO

La expansión del crédito privado tras la crisis financiera de 2008 generó literatura empírica.
lo que permite situar a los FIDC en una perspectiva comparativa. Block et al. (2024) realizaron una encuesta.
con gestores de fondos de deuda privada en Estados Unidos y Europa, responsables de los activos.
superando los 390 mil millones de dólares. Los encuestados informaron que principalmente otorgaban préstamos.
basado en el flujo de efectivo a empresas medianas y prestatarios de financiamiento declarados y niveles de
Apalancamiento que los bancos no aceptarían. Los fondos informaron que buscaban rentabilidades sin apalancamiento.
que parecen altos en relación con el riesgo, utilice un apalancamiento que es considerablemente menor que el de
bancos y vehículos de obligaciones de préstamos garantizados y monitorean activamente el
prestatarios a través de cláusulas contractuales restrictivas. La imagen es la de un intermediario que ocupa
espacio dejado por la regulación bancaria y que se remunera tanto por el riesgo crediticio como por
La capacidad de originar, estructurar y supervisar transacciones sin necesidad de operar en el mercado.

Chernenko, Erel y Prilmeier (2022) investigaron por qué las empresas medianas en
Estados Unidos obtiene fondos directamente de prestamistas no bancarios. La evidencia sugiere que estos
Los acreedores suelen demandar a empresas con resultados operativos negativos y cobrarles comisiones.
tasas de interés más altas, un patrón consistente con la hipótesis de que las restricciones regulatorias limitan la
La disposición de los bancos a financiar este segmento. Este resultado complementa el de Block et al.
(2024) al demostrar que parte del rendimiento del crédito no bancario proviene de ocupar un nicho con
Acceso restringido al crédito tradicional, y no solo la pérdida esperada para los prestatarios. Los dos estudios
También sugieren que distinguir entre prima de riesgo y prima de iliquidez es particularmente difícil.
En este tipo de intermediación, porque los mismos prestatarios que ofrecen altos diferenciales son los que...
cuyos créditos tienen un menor potencial de reventa, lo que hace que los dos componentes estén correlacionados.
en la muestra y requiere estrategias de identificación cuidadosas.

El paralelismo con el mercado brasileño es instructivo. Fondos de inversión en cuentas por cobrar comerciales (FIDC)
El crédito al consumo y la financiación de la cadena de suministro financian en gran medida a empresas y particulares.
quienes consideran que el crédito bancario es escaso o caro, lo que acerca su lógica económica a la de
descrito para fondos de deuda privada. Sin embargo, existen diferencias estructurales que impiden la

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google
RCMOS - Revista Científica Multidisciplinaria del
Conocimiento. ISSN: 2675-9128. São Paulo, SP, Brasil.

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

Transposición directa de resultados internacionales. Las FIDC se remuneran predominantemente
Basado en un tipo de interés posterior al devengo, lo que reduce el riesgo de interés de las acciones, pero no elimina el desajuste.
con activos de renta fija como señalan Pinheiro y Savoia (2009); fondos internacionales, a su vez,
Operan con llamadas de capital y largos plazos de liquidación. La competencia también parece
en aumento: según ANBIMA (2025b), el número de gestores de FIDC aumentó de 372 a 426.
entre diciembre de 2024 y noviembre de 2025, y las emisiones totalizaron R$ 90.1 mil millones durante el período,
lo que tiende a comprimir la porción del margen asociada con la ocupación de nichos de mercado.

Con base en este marco, se propone una agenda empírica para el mercado brasileño en tres
etapas. En la primera etapa, basándose en los informes mensuales de las FIDC publicados por el CVM, se...
un panel de clases de cuotas con información sobre rendimiento, capital, índice de subordinación,
Morosidad y plazo de la cartera, concentración por cedente y girado, tipo de propiedad conjunta y plazo.
rescate. En el segundo, el grado de suavizado se estima para cada clase utilizando el modelo de Getmansky,
Lo y Makarov (2004) recalculan la volatilidad y el índice de Sharpe basándose en la serie ajustada.
con la corrección de Lo (2002) para anualización. En el tercero, se estima un modelo de panel en el que
El exceso de rentabilidad de las cuotas sobre el CDI se explica por factores de plazo y crédito, en el sentido de...
de Fama y French (1993), con la inclusión de betas retardadas al estilo de Dimson (1979), y en la que la
La intercepción se desglosa en función de las características de liquidez del fondo, como el período de reembolso,
existencia de escasez y estatus de clase cerrada.

A partir de este diseño, surgen hipótesis comprobables. La primera es que el rendimiento excedente promedio
Las cuotas para personas mayores están aumentando en términos de período de reembolso y estatus de clase cerrada, incluso después de la
control a través del incumplimiento y la subordinación, lo que caracterizaría una prima de iliquidez. El segundo es el
que la autocorrelación de los rendimientos es mayor en los fondos con carteras menos estandarizadas, en
coherencia con la dificultad de evaluación reconocida por la distinción reglamentaria entre fondos
Estandarizados y no estandarizados. El tercero es que alfa medido con respecto al CDI se reduce.
sustancialmente cuando se incluyen los factores de crédito rezagados y las betas, lo que indicaría que parte
El aspecto relevante del desempeño reportado corresponde a la compensación basada en el riesgo, no a la capacidad de...
gestión. El cuarto es la entrada de gerentes minoristas y nuevos gerentes después de la Resolución No. 175 de la CVM.
Esto se asoció con la compresión de los márgenes de emisión, una hipótesis que puede examinarse con datos.
de ofertas registradas. Probar estas hipótesis permitiría la cuantificación sistemática de la porción
de la rentabilidad de los FIDC que remuneran la iliquidez.

9. CONCLUSIÓN

Este artículo examinó la prima de iliquidez en los fondos de inversión en derechos.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

Acreedores, basándose en una síntesis de la literatura internacional sobre titulización y fijación de precios de
Liquidez y rendimiento de los fondos de crédito privados, vinculados a un análisis de la regulación brasileña.
El punto de partida fue la observación de que el reciente crecimiento de la industria, acompañado de
La disponibilidad del producto para el público en general amplió la relevancia de una cuestión que la literatura...
El gobierno nacional aún no ha respondido sistemáticamente a la pregunta de en qué medida el margen pagado por las cuotas en
El CDI compensa la falta de liquidez, no solo el riesgo crediticio asumido por el inversor.

La primera conclusión es de naturaleza conceptual. El rendimiento excedente de una cuota FIDC.
Debe entenderse como la suma de al menos tres componentes: la pérdida esperada de la cartera,
La prima de riesgo de crédito sistemática y la prima de iliquidez. La descomposición propuesta por
Elton et al. (2001) y Longstaff, Mithal y Neis (2005) para títulos corporativos pueden transponerse
para las FIDC, con la salvedad de que, en ausencia de negociación secundaria, la porción relacionada con
La liquidez debe inferirse a partir de las características contractuales y el comportamiento del fondo.
análisis estadístico de sus cuotas.

La segunda conclusión se refiere a la estructura de los fondos. La subordinación, interpretada a la luz de
Merton (1974) y de DeMarzo (2005) sostienen que es simultáneamente un mecanismo para proteger a la clase alta y
Una herramienta para alinear los incentivos entre quienes conocen la cartera de inversiones y quienes la financian.
Sin embargo, la eficacia depende de la correlación entre los deudores, la concentración de la cartera y la integridad.
de la garantía, por lo que el porcentaje de subordinación, aislado, es un indicador de riesgo insuficiente.
La experiencia analizada por Coval, Jurek y Stafford (2009) y por Keys et al. (2010) muestra el costo de
ignorar estas dimensiones.

La tercera conclusión se refiere a la medición del desempeño. El cálculo de cuotas por
La apropiación de la tasa de cuentas por cobrar y el reconocimiento diferido de las pérdidas producen series suavizadas.
con una volatilidad aparente menor que la volatilidad económica. En estas condiciones, el índice de Sharpe y
Las comparaciones directas con el CDI (Certificado de Depósito Interbancario) tienden a sobreestimar el rendimiento ajustado al riesgo. Los procedimientos
desarrollado por Getmansky, Lo y Makarov (2004), por Lo (2002) y por Dimson (1979) ofrecen
Deben integrarse en la práctica de evaluación de directivos las herramientas adecuadas para corregir este sesgo.
distribuidores e inversores institucionales.

La cuarta conclusión es de carácter regulatorio. La Resolución N° 175 de la CVM amplió el acceso a...
Las FIDC (Comisiones Federales de Desarrollo de Inversiones) reforzaron, al mismo tiempo, las obligaciones de verificar las garantías y las prohibiciones de conflictos de intereses.
intereses, en línea con los problemas de origen señalados en la literatura. Sin embargo, persisten
lagunas informativas relevantes para el inversor minorista, especialmente en lo que respecta a la presentación de
medidas de riesgo que consideran la suavización de cuotas y la divulgación estandarizada de
Indicadores de liquidez para clases de activos. La divulgación de datos agregados por ANBIMA representa
Este es un importante paso adelante, pero aún no reemplaza las métricas de riesgo comparables entre los diferentes fondos.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

Desde un punto de vista práctico, el análisis sugiere que los inversores y gestores deberían tratar la prima...
La iliquidez como componente explícito de la decisión de asignación. En un país cuya tasa de interés básica...
Ofrece altos rendimientos con liquidez diaria, lo que permite inmovilizar recursos en acciones sin necesidad de operar.
Un mercado secundario solo se justifica cuando el diferencial adicional supera, por un margen, la suma de la pérdida esperada.
y el costo de oportunidad asociado a la imposibilidad de redención. El modelo de Ang y Papanikolaou
Westerfield (2014) indica que este costo es mayor cuando hay incertidumbre sobre cuándo
El activo puede negociarse, una situación típica para los inversores con necesidades de liquidez impredecibles.
como el comercio minorista.

La agenda empírica propuesta se basa en los informes mensuales y las técnicas de ajuste del CVM.
El análisis de suavizado y regresión con factores de crédito permite someter estas proposiciones a prueba.
Se formularon cuatro hipótesis sobre el efecto del período de reembolso en la autocorrelación de las carteras.
menos estandarizado, a la reducción de alfa después de controlar los factores de riesgo y a la compresión de los spreads
Una vez que se unen los nuevos participantes, se les puede analizar con datos públicos y estos pueden servir como punto de referencia.
punto de partida para la investigación que relaciona la estructura, la liquidez y el rendimiento en este segmento de
mercado crediticio.

Se reconocen las limitaciones del estudio, ya que, por su naturaleza teórica, no estima la magnitud.
Se basa en la prima de iliquidez y en literatura producida principalmente en los mercados de tipos de interés.
y estructuras institucionales distintas a las de Brasil. Sin embargo, estas limitaciones definen claramente el siguiente paso en la
investigación. A medida que las FIDC se consolidan como un canal para
financiar la economía real y llegar a inversores menos experimentados, comprender cuánto de
Su regreso se debe a que la iliquidez deja de ser un problema exclusivamente académico y se convierte en...
que sea de interés para la protección de los inversores y la estabilidad del mercado crediticio.

REFERENCIAS

ACHARYA, VV; PEDERSEN, LH Valoración de activos con riesgo de liquidez. Revista de Finanzas
Economía, vol. 77, núm. 2, págs. 375-410, 2005.

AKERLOF, GA El mercado de los "limones": incertidumbre sobre la calidad y el mecanismo del mercado .
Revista Trimestral de Economía, vol. 84, n.º 3, págs. 488-500, 1970.

AMIHUD, Y. Iliquidez y rentabilidad de las acciones: efectos transversales y de series temporales. Journal of
Mercados Financieros, vol. 5, n.º 1, págs. 31-56, 2002.

AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Valoración de activos y el diferencial entre precio de compra y venta. Journal of Financial
Economía, vol. 17, núm. 2, págs. 223-249, 1986.

ANG, A.; PAPANIKOLAOU, D.; WESTERFIELD, MM. Selección de cartera con activos ilíquidos.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

Management Science, vol. 60, n.º 11, págs. 2737-2761, 2014.

Asociación Brasileña de Entidades Financieras y de Mercado

Mercados de Capitales (ANBIMA). Los fondos cierran el primer trimestre con salidas netas de R$ 39,8
miles de millones. Río de Enero: ANBIMA, 2025a. Disponible en:
https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/fundos-fecham-primeiro-trimestre-com-saidas-liquidas-de-r-39-8-bilhoes.htm.

Asociación Brasileña de Entidades Financieras y de Mercado

CAPITAL FIDCs (ANBIMA). Las FIDCs amplían su base de inversores, con especial interés por parte de los inversores minoristas. Río Enero: ANBIMA, 2025b. Disponible en: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/fidcs-expandir-la-base-de-inversores-con-énfasis-en-el-comercio-minorista.htm.

BAO, J.; PAN, J.; WANG, J. La iliquidez de los bonos corporativos. The Journal of Finance, vol. 66, no. 3, págs. 911-946, 2011.

BLOCK, J.; JANG, YS; KAPLAN, SN; SCHULZE, A. Un estudio de los fondos de deuda privada. El Revista de Estudios de Finanzas Corporativas, vol. 13, núm. 2, págs. 335-383, 2024.

BRASIL. Ley N° 13.874, del 20 de septiembre de 2019. Establece la Declaración de Derechos y Libertades. Económico; establece garantías de libre mercado; [...]. Brasilia, DF: Presidencia de la República, 2019. Disponible en: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13874.htm.

BRASIL. Ley N° 14.754, del 12 de diciembre de 2023. Establece la tributación de las inversiones en fondos de inversión en el país e ingresos obtenidos por personas que residen en el país en Inversiones financieras, entidades controladas y fideicomisos en el extranjero; [...]. Brasilia, DF: Presidencia de República, 2023. Disponible en: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/l14754.htm.

CARHART, MM Sobre la persistencia en el rendimiento de los fondos mutuos. The Journal of Finance, vol. 52, no. 1, págs. 57-82, 1997.

CHEN, L.; LESMOND, DA; WEI, J. Diferenciales de rendimiento corporativos y liquidez de bonos. The Journal of Finanzas, vol. 62, n.º 1, págs. 119-149, 2007.

CHERNENKO, S.; EREL, I.; PRILMEIER, R. ¿ Por qué las empresas piden préstamos directamente a entidades no bancarias? Revista de Estudios Financieros, vol. 35, núm. 11, págs. 4902-4947, 2022.

Comisión de Valores y Bolsa de Brasil (CVM). Instrucción CVM N° 356, del 17 de diciembre. Ley de 2001. Regula la constitución y el funcionamiento de los fondos de inversión en derechos. Derechos de crédito y fondos de inversión en participaciones de fondos de inversión en derechos de crédito. Río de Janeiro: CVM, 2001.

Comisión de Valores y Bolsa de Brasil (CVM). Instrucción CVM nº 444, del 8 de diciembre. 2006. Establece el funcionamiento de los Fondos de Inversión en Cuentas No Cobrables.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

Estandarizado. Río de Janeiro: CVM, 2006.

Comisión de Valores y Bolsa de Brasil (CVM). Resolución N° 175 de la CVM, del 23 de diciembre.
de 2022. Dispone el establecimiento, funcionamiento y divulgación de información de los fondos de
inversión, así como la prestación de servicios a los fondos, y revoca las reglas que
especifica. Río de Janeiro: CVM, 2022.

Comisión de Valores y Bolsa de Brasil (CVM). Circular CVM/SSE No. 6/2024.
Aclara las disposiciones de los Anexos Normativos II y III de la Resolución N° 175 de la CVM. Río de Janeiro:
CVM, 2024.

CONSEJO MONETARIO NACIONAL (CMN). Resolución N° 2.907, de 29 de noviembre,
2001. Autoriza la creación y operación de fondos de inversión en derechos de crédito y
Fondos de inversión en participaciones de estos fondos. Brasilia, DF: Banco Central de Brasil, 2001.

COVAL, J.; JUREK, J.; STAFFORD, E. La economía de las finanzas estructuradas. Revista de Economía
Perspectivas, vol. 23, n.º 1, págs. 3-25, 2009.

DEMARZO, PM La agrupación y la segmentación de valores: un modelo de intermediación informada .
Revista de Estudios Financieros, vol. 18, núm. 1, págs. 1-35, 2005.

DIAMOND, DW Intermediación financiera y supervisión delegada. The Review of Economics
Estudios, vol. 51, núm. 3, págs. 393-414, 1984.

DIMSON, E. Medición del riesgo cuando las acciones están sujetas a operaciones poco frecuentes. Journal of Financial
Economía, vol. 7, núm. 2, págs. 197-226, 1979.

ELTON, EJ; GRUBER, MJ; AGRAWAL, D.; MANN, C. Explicación del diferencial de tipos de interés en las corporaciones
bonos. The Journal of Finance, vol. 56, n.º 1, págs. 247-277, 2001.

FABOZZI, FJ; DAVIS, HA; CHOUDHRY, M. Introducción a las finanzas estructuradas. Hoboken:
John Wiley & Sons, 2006.

FAMA, EF; FRENCH, KR Factores de riesgo comunes en los rendimientos de acciones y bonos. Revista de
Economía Financiera, vol. 33, n.º 1, págs. 3-56, 1993.

GELTNER, D. Estimación de valores de mercado a partir de valores tasados sin asumir un mercado eficiente.
Revista de Investigación Inmobiliaria, vol. 8, núm. 3, págs. 325-345, 1993.

GETMANSKY, M.; LO, AW; MAKAROV, I. Un modelo econométrico de correlación serial y
Iliquidez en la rentabilidad de los fondos de cobertura. Journal of Financial Economics, vol. 74, n.º 3, págs. 529-609, 2004.

GORTON, G.; METRICK, A. Banca titulizada y la corrida en el mercado de repos. Journal of Financial
Economía, vol. 104, núm. 3, págs. 425-451, 2012.

GORTON, GB; SOULELES, NS Vehículos de propósito especial y titulización. En: CAREY, M.;
STULZ, RM (ed.). Los riesgos de las instituciones financieras. Chicago: University of Chicago Press, 2007.
págs. 549-597.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.

Machine Translated by Google

Año VII, Vol. 2, 2026 | Enviado: 7 de septiembre de 2026 | Aceptado: 14 de octubre de 2026 | Publicado: 4 de noviembre de 2026

HOLMSTRÖM, B.; TIROLE, J. Intermediación financiera, fondos prestables y el sector real. La
Revista Trimestral de Economía, vol. 112, n.º 3, págs. 663-691, 1997.

JENSEN, MC El rendimiento de los fondos mutuos en el período 1945-1964. The Journal of Finance,
vol. 23, n.º 2, págs. 389-416, 1968.

KAPLAN, SN; SCHOAR, A. Rendimiento del capital privado: rentabilidad, persistencia y flujos de capital.
Revista de Finanzas, vol. 60, n.º 4, págs. 1791-1823, 2005.

KEYS, B.J.; MUKHERJEE, T.; SERU, A.; VIG, V. ¿La titulización condujo a una selección de personal menos rigurosa?
Evidencia de los préstamos subprime. The Quarterly Journal of Economics, vol. 125, n.º 1, págs. 307-362,
2010.

LO, AW. Las estadísticas de los índices de Sharpe. Financial Analysts Journal, vol. 58, n.º 4, págs. 36-52, 2002.

LONGSTAFF, FA; MITHAL, S.; NEIS, E. Diferenciales de rendimiento corporativos: ¿riesgo de impago o liquidez? Nuevo
evidencia del mercado de swaps de incumplimiento crediticio. The Journal of Finance, vol. 60, n.º 5, págs. 2213-2253,
2005.

MERTON, RC Sobre la fijación de precios de la deuda corporativa: la estructura de riesgo de las tasas de interés. The Journal of
Finanzas, vol. 29, núm. 2, págs. 449-470, 1974.

PASTOR, Ľ.; STAMBAUGH, RF. Riesgo de liquidez y rentabilidad esperada de las acciones. Revista de Política.
Economía, vol. 111, n.º 3, págs. 642-685, 2003.

PINHEIRO, FAP; SAVOIA, JRF. Titulización de cuentas por cobrar: análisis de los riesgos inherentes.
Revista Brasileña de Finanzas, vol. 7, n.º 3, págs. 305-326, 2009.

SHARPE, WF. Rendimiento de los fondos mutuos. The Journal of Business, vol. 39, n.º 1, págs. 119-138, 1966.

SILVA, RR Fondos de inversión en derechos de crédito (FIDC) como alternativa
Financiamiento para micro y pequeñas empresas: un análisis del mercado crediticio brasileño.
2006. Tesis (Máster), Facultad de Economía, Administración y Contabilidad de Ribeirão Preto.
Preto, Universidad de São Paulo, Ribeirão Preto, 2006. DOI: 10.11606/D.96.2006.tde-24012007-
160651.

VARGA, índice de Sharpe de G. y otros indicadores de rendimiento aplicados a fondos de renta variable.
Brasileños. Revista de Administración Contemporánea, vol. 5, n.º 3, págs. 215-245, 2001.

Este es un artículo de acceso abierto publicado bajo la Licencia Creative Commons Atribución (CC BY 4.0), que permite el uso, la distribución y la reproducción sin restricciones en cualquier medio, siempre que se cite correctamente la obra original.