

OTÁVIO AUGUSTO COSTA EVANGELISTA

*Matrícula 12111ECO012*

FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS E A  
HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA: UMA ANÁLISE  
DURANTE A CRISE DE 2020 E DO PÓS-CRISE NO BRASIL

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

INSTITUTO DE ECONOMIA

2025

OTÁVIO AUGUSTO COSTA EVANGELISTA

*Matrícula 12111ECO012*

FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS E A  
HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA: UMA ANÁLISE  
DURANTE A CRISE DE 2020 E DO PÓS-CRISE NO BRASIL

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dra Vanessa da Costa Val Munhoz

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

INSTITUTO DE ECONOMIA

OTÁVIO AUGUSTO COSTA EVANGELISTA

*Matrícula 12111ECO012*

FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS E A  
HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA: UMA ANÁLISE  
DURANTE A CRISE DE 2020 E DO PÓS-CRISE NO BRASIL

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia, 24 de setembro de 2025

---

Prof. Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz

---

Prof. Dr. Germano Mendes de Paula

---

Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loural

## AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, à minha mãe, Maria da Luz, pelo amor incondicional, pela força de criar 2 filhos sozinha e pelo exemplo de dedicação que sempre nortearam minha vida. Sua presença constante, seu apoio em todas as fases desta caminhada e sua confiança em meu potencial foram fundamentais para que eu tenha conquistado esse feito. Ao meu irmão, Jhonathan, agradeço por estar sempre ao meu lado, apoiando cada passo da minha vida.

Agradeço a Deus, por me permitir a conquistar tantos passos em minha vida, repleto de amizades, ótimas pessoas e inúmeras bençãos.

À minha namorada, Thainá, agradeço pelo companheirismo, pela paciência nos momentos de maior exigência na vida e pelo apoio na construção da nossa vida. Sua compreensão e carinho foram essenciais para que eu mantivesse o equilíbrio ao longo do percurso.

Aos meus amigos, Danielly, Diogo, Guilherme, Mateus e Rafaella, que compartilharam comigo momentos de descontração e de apoio mútuo, ajudando a tornar essa jornada mais leve. Sem a amizade e a parceria de vocês não consigo imaginar o que seria essa jornada.

Aos professores que tive ao longo da graduação, pela dedicação ao ensino e pela contribuição para a minha formação acadêmica e pessoal. Cada aprendizado transmitido em sala de aula foi parte essencial da minha construção profissional.

De forma especial, registro minha gratidão à minha orientadora, Prof. Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz, cuja orientação criteriosa, paciência e rigor acadêmico foram decisivos para o desenvolvimento desta monografia. Sua disponibilidade e confiança no tema permitiram que eu aprofundasse minhas análises e desenvolvesse sobre macroeconomia conforme ela me ensinou a apreciar. Estendo esse agradecimento também aos professores membros da banca examinadora, Prof. Dr. Germano Mendes de Paula e Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loural, que gentilmente aceitaram o convite para avaliar este trabalho, e que foram fundamentais na construção da minha jornada acadêmica. A cada um de vocês, minha sincera gratidão.

## RESUMO

Este trabalho tem como objetivo analisar os efeitos da crise de 2020 e do período pós-crise sobre os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), diferenciando o comportamento de cada segmento classificado pela ANBIMA. A pesquisa estrutura-se sobre a hipótese da instabilidade financeira de Hyman Minsky, que interpreta a transição de posições *hedge* para especulativas e *ponzi* em um contexto de um choque exógeno a economia. A metodologia combina revisão teórica com análise empírica baseada em dados da CVM, IBGE e Banco Central do Brasil, considerando séries históricas de inadimplência, rentabilidade e volume de direitos creditórios, devidamente deflacionadas. Os resultados revelam que a crise de 2020 funcionou como gatilho de fragilidade, com efeitos heterogêneos: os FIDCs Agro se aproximaram de posições especulativas e apresentaram maior vulnerabilidade; os Fomentos mantiveram relativa resiliência apoiados em recebíveis de curto prazo; os Financeiros mostraram recuperação no pós-crise em função da retomada do consumo e de políticas públicas; e os fundos classificados como Outros permaneceram voláteis, ainda que com sinais de estabilização. À luz de Minsky, observa-se que a indústria de FIDCs no Brasil reproduz a lógica da instabilidade financeira, em que a estabilidade aparente dá lugar à fragilidade em momentos críticos. Diante desse cenário, ressalta-se a importância de incentivos à diversificação, aprimoramento do monitoramento e fortalecimento do sistema de regulação, a fim de ampliar a resiliência do setor em crises futuras.

**Palavras-chave:** Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; instabilidade financeira; Minsky; securitização.

## ABSTRACT

This study aims to analyze the effects of the 2020 crisis and the post-crisis period on Credit Receivables Investment Funds (FIDCs), highlighting the heterogeneous behavior of each segment classified by ANBIMA. The research is grounded in Hyman Minsky's Financial Instability Hypothesis, which interprets the transition from hedge positions to speculative and ponzi positions in contexts of macroeconomic shocks. The methodology combines a theoretical review with an empirical analysis based on data from CVM, IBGE, and the Central Bank of Brazil, considering historical series of delinquency, profitability, and credit receivables volume, all deflated by inflation indices. The results reveal that the 2020 crisis acted as a trigger of fragility with asymmetric effects: Agro FIDCs moved closer to speculative positions and showed greater vulnerability; Fomento FIDCs maintained relative resilience supported by short-term receivables; Financial FIDCs experienced recovery in the post-crisis period driven by household consumption and public policies; while the group classified as Others remained volatile, albeit with signs of stabilization. From a Minsky perspective, the FIDC industry in Brazil mirrors the logic of financial instability, in which apparent stability gives way to fragility during critical periods. In this context, the study emphasizes the importance of incentives for diversification, improved monitoring, and stronger regulatory frameworks in order to enhance the resilience of the sector against future crises.

**Keywords:** Credit Receivables Investment Funds; financial instability; Minsky; securitization.

**LISTA DE FIGURAS**

Figura 1: Estrutura de Cessão de FIDC.....	20
--	----

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1: Série histórica de captações líquidas em R\$ milhões (2006 – 2024) .....	17
Tabela 2: Distribuição de fundos da amostra analisada .....	36

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Patrimônio Líquido de FIDCs em R\$ milhões (2003 - 2024).....	16
Gráfico 2: Evolução da quantidade de FIDCs ativos (2006 - 2024) .....	17
Gráfico 3: Evolução da taxa SELIC meta a.a (2018 a 2024) .....	33
Gráfico 4: Evolução de Patrimônio Líquido por tipo de Fundo Anbima (2018- 2024) .....	37
Gráfico 5: Evolução de Direitos Creditórios e inadimplência FIDC Agro, Indústria e Comércio (2018- 2024) .....	38
Gráfico 6: Dispersão dos Direitos Creditórios Inadimplidos FIDC Agro, Indústria e Comércio (2018- 2024) .....	39
Gráfico 7: Dispersão dos Direitos Creditórios Adimplentes dos FIDC Agro, Indústria e Comércio (2018- 2024) .....	40
Gráfico 8: Dispersão dos Direitos Creditórios por tipo de crédito, dos FIDC Agro, Indústria e Comércio (2018- 2024) .....	41
Gráfico 9: Rentabilidade média dos FIDC Agro, Indústria e Comércio (2018- 2024) .....	42
Gráfico 10: Evolução de Direitos Creditórios e inadimplência FIDC Fomento Mercantil (2018- 2024).....	44
Gráfico 11: Dispersão dos Direitos Creditórios Inadimplidos FIDC Fomento Mercantil (2018- 2024).....	45
Gráfico 12: Dispersão dos Direitos Creditórios Adimplentes FIDC Fomento Mercantil (2018- 2024).....	46
Gráfico 13: Dispersão dos Direitos Creditórios por tipo de crédito dos FIDCs Fomento Mercantil (2018- 2024).....	47
Gráfico 14: Rentabilidade média (%) dos FIDC Fomento Mercantil (2018- 2024) .....	48
Gráfico 15: Evolução de Direitos Creditórios e inadimplência FIDC Financeiro (2018- 2024) .....	49
Gráfico 16: Dispersão dos Direitos Creditórios Inadimplidos FIDC Financeiro (2018- 2024)50	50
Gráfico 17: Dispersão dos Direitos Creditórios Adimplentes FIDC Financeiro (2018- 2024)51	51
Gráfico 18: Dispersão dos Direitos Creditórios por tipo de crédito dos FIDCs Financeiro (2018- 2024).....	52
Gráfico 19: Rentabilidade média dos FIDC Financeiro (2018- 2024).....	53
Gráfico 20: Evolução de Direitos Creditórios e inadimplência FIDC Financeiro (2018- 2024) .....	54
Gráfico 21: Dispersão dos Direitos Creditórios Adimplentes FIDC Outros (2018- 2024).....	55

Gráfico 22: Dispersão dos Direitos Creditórios por tipo de crédito dos FIDCs Outros (2018-2024).....	56
Gráfico 23: Rentabilidade média dos FIDC Outros (2018- 2024) .....	57

## SUMÁRIO

<b>Introdução .....</b>	12
<b>Capítulo 1: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios: Estrutura, Conceitos e Classificações.....</b>	15
1.1 A Securitização e a evolução dos FIDCs.....	15
1.2 A estrutura do FIDC .....	18
1.3 Classificações de FIDCs ANBIMA.....	21
<b>Capítulo 2: A crise econômica de 2020 e seus legados: interpretações à luz da teoria de Minsky... .....</b>	25
2.1 Os ciclos econômicos e a fragilidade financeira na ótica de Minsky .....	25
2.2 A crise do COVID-19.....	29
2.3 O período pós pandemia .....	33
<b>Capítulo 3: Discussão de Resultados.....</b>	36
3.1 Evolução de Patrimônio no período analisado .....	36
3.2 FIDC Agro, Indústria e Comércio .....	38
3.3 FIDC Fomento Mercantil .....	43
3.4 FIDC Financeiro .....	49
3.5 FIDC Outros .....	54
<b>Conclusão .....</b>	58
<b>Referências Bibliográficas .....</b>	60

## Introdução

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) consolidaram-se nas últimas duas décadas como um dos instrumentos mais relevantes para o financiamento empresarial no Brasil, ao viabilizar a securitização de recebíveis e a transformação de ativos ilíquidos em instrumentos negociáveis. Inseridos em um mercado que combina crescente sofisticação financeira e desafios estruturais de crédito, os FIDCs cumprem papel central na intermediação entre empresas e investidores institucionais, fornecendo liquidez e ampliando a capacidade de financiamento em um país historicamente marcado por restrições de acesso ao capital de longo prazo.

A pandemia de Covid-19, em 2020, representou um marco disruptivo para o sistema financeiro e para a indústria de securitização. A contração econômica mais intensa em décadas, combinada às incertezas sanitárias e ao fechamento súbito de cadeias de produção e consumo, produziu efeitos imediatos na liquidez, na percepção de risco e na dinâmica de crédito. Com o avanço da recuperação econômica e a subsequente mudança de regime monetário, marcada pela elevação expressiva da taxa Selic, o período pós-crise evidenciou novas fragilidades, alterando as condições de financiamento e a sustentabilidade de determinados fundos.

A interpretação dessa trajetória pode ser enriquecida pela lente teórica de Hyman Minsky, cuja hipótese da instabilidade financeira explica como momentos de estabilidade tendem a gerar comportamentos mais arriscados, levando o sistema a posições crescentemente frágeis até que um choque externo provoque a reversão. Assim, a abordagem *minskyana* permite compreender como a lógica de securitização, ao mesmo tempo que amplia o acesso ao crédito, pode intensificar vulnerabilidades sistêmicas diante de crises econômicas e monetárias. (MINSKY, 1986)

A relevância deste estudo decorre não apenas da análise de um episódio singular de crise, mas da necessidade de avaliar como instrumentos financeiros relativamente novos no Brasil se comportam em cenários de instabilidade e recuperação. A crise de 2020 e o ciclo subsequente de aperto monetário forneceram um ambiente empírico privilegiado para observar as fragilidades e os mecanismos de adaptação dos diferentes segmentos de FIDCs. Ao distinguir a experiência de grupos como Agro, Fomento Mercantil, Financeiro e Outros, classificados pela ANBIMA, torna-se possível identificar padrões de risco, estratégias de mitigação e fatores estruturais que condicionam a resiliência de cada categoria. (ANBIMA, 2015)

Dessa forma, o presente trabalho busca responder à seguinte questão central: como os FIDCs brasileiros reagiram à crise de 2020 e ao período pós-crise, e de que forma sua trajetória pode ser interpretada à luz da hipótese da instabilidade financeira de Minsky? A resposta a essa questão permite não apenas compreender as diferenças entre os segmentos, mas também avaliar os limites e potencialidades da indústria de securitização no Brasil em face de choques sistêmicos.

Os objetivos específicos que orientam esta pesquisa são: (i) discutir os fundamentos teóricos da inovação financeira e da hipótese da instabilidade financeira, explorando o papel dos FIDCs no mercado de capitais brasileiro; (ii) identificar os efeitos imediatos da crise de 2020 sobre os diferentes segmentos de FIDCs, analisando inadimplência, rentabilidade e evolução de patrimônio; (iii) examinar o comportamento no período pós-crise, marcado por recuperação econômica parcial, inflação elevada e forte elevação da taxa Selic, avaliando sua repercussão sobre a carteira dos fundos; (iv) relacionar a heterogeneidade dos resultados à ótica minskyana, destacando as aproximações com a teoria do autor.

A hipótese central deste estudo é que, embora a indústria de FIDCs tenha crescido em importância, sua reação à crise de 2020 e ao cenário pós-crise revelou forte heterogeneidade entre segmentos, refletindo não apenas características intrínsecas de suas carteiras de recebíveis, mas também a fragilidade estrutural do sistema financeiro brasileiro.

O trabalho será organizado da seguinte maneira: o Capítulo 1 apresenta a estrutura da securitização e dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, abordando sua origem, funcionamento, classificação e relevância para o financiamento no mercado brasileiro. O Capítulo 2 discute a hipótese da instabilidade financeira de Hyman Minsky e a articula com o contexto da crise de 2020 e do período pós-crise, situando os impactos macroeconômicos e as políticas de resposta no Brasil. O Capítulo 3 descreve a metodologia utilizada, com destaque para as bases de dados mobilizadas, além de trazer a análise empírica dos resultados, diferenciando o comportamento dos segmentos de FIDCs diante da crise e no período subsequente. Por fim, as Considerações Finais sintetizam os principais achados e como eles se articulam com o arcabouço *minskyano*.

Metodologicamente, esta pesquisa articula três dimensões: revisão bibliográfica, análise documental e estudo empírico com dados secundários. A revisão bibliográfica fornece a base conceitual sobre instabilidade financeira e securitização, enquanto a análise documental envolve a interpretação de normativos da CVM e relatórios setoriais da ANBIMA. Já o estudo

empírico utiliza séries temporais de inadimplência, tipo de crédito, disposição da carteira, rentabilidade e patrimônio líquido de FIDCs no período de 2018 a 2024, deflacionadas pelo IPCA, permitindo identificar padrões antes, durante e após a crise.

## **Capítulo 1: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios: Estrutura, Conceitos e Classificações**

Este capítulo tem como objetivo detalhar os conceitos de um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. Além disso, será apresentado a evolução desse mercado, e a partir dessa análise, será possível discutir a dinâmica do funcionamento desse instrumento, que será o embasamento teórico para compreensão da discussão nos demais capítulos desta monografia.

### **1.1 A Securitização e a evolução dos FIDCs**

O conceito de securitização surgiu nos Estados Unidos, na década de 1980, com os bancos norte-americanos, que mantinham em seus balanços o risco de crédito dos empréstimos realizados, e notaram uma oportunidade de transferir o risco dessas operações aos investidores. As securitizações funcionavam como um condomínio de hipotecas, que eram “empacotadas” em um único título, que compunham uma rentabilidade conforme o pagamento dessas hipotecas. (FERNANDES, HUA-CHANG & LORA, 2014)

O apoio do poder público foi fundamental para a consolidação do setor, sobretudo no período inicial, quando foram criadas as securitizações de hipotecas, chamadas *mortgage-backed securities*, permitindo que os bancos vendessem esses créditos a investidores e retirassem o risco de seus balanços. Conforme descreve, FERNANDES, HUA-CHANG & LORA:

... a empresa originadora deixa de possuir os riscos relacionados aos ativos securitizados, e também a retirada do intermediador financeiro, já que a securitização permite acesso ao mercado de capitais sem a intermediação de instituições financeiras. FERNANDES, HUA-CHANG & LORA (2014, p.3)

No Brasil, a securitização iniciou apenas em 1991, quando foi editada a primeira norma relacionada ao tema, por meio da Resolução nº 1.834 do Conselho Monetário Nacional (CMN). Embora o termo "securitização" ainda não fosse utilizado formalmente, a norma já estabelecia mecanismos compatíveis com esse processo, ao permitir a captação de recursos no mercado externo atrelada às exportações realizadas pela própria empresa tomadora ou por suas controladas. (CMN, 1991)

Com o advento dessa normativa, as primeiras experiências com securitização ocorreram na década de 1990, inicialmente voltadas ao mercado internacional, no qual destaca-se a Embratel como uma das pioneiras ao estruturar uma operação baseada na antecipação de fluxos futuros de recebíveis oriundos do exterior. Na sequência, a Varig, então uma das principais companhias aéreas do país, realizou uma operação semelhante. Já no mercado doméstico, um

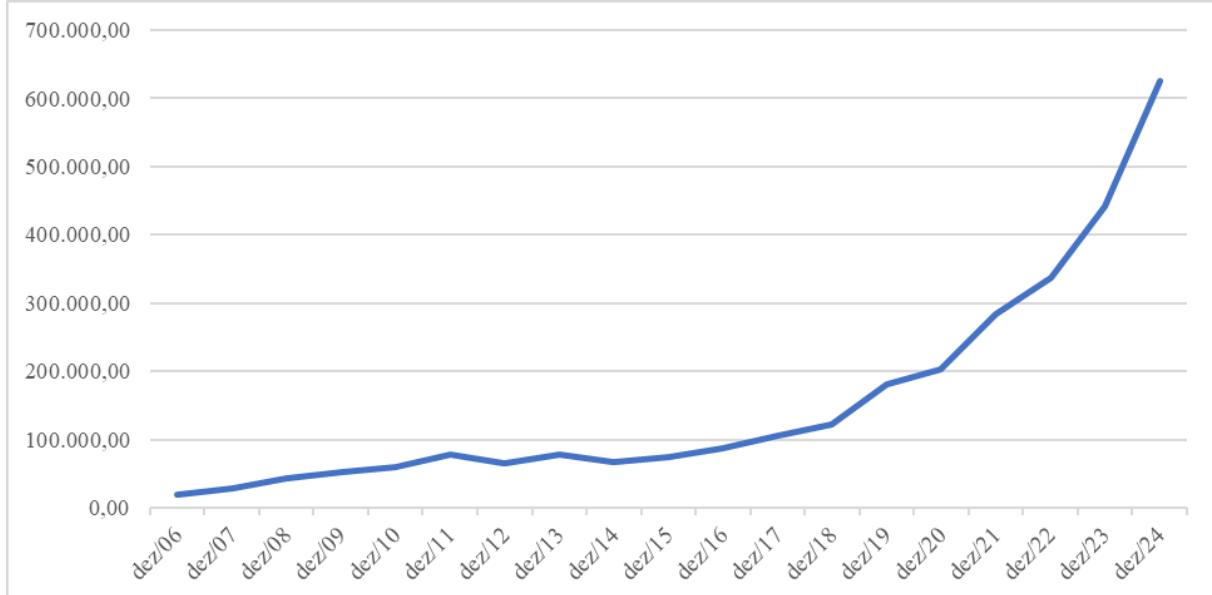
dos marcos iniciais foi a estruturação de uma operação pela Mesbla *Trust*, uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) que emitiu debêntures lastreadas em créditos a receber da varejista Mesbla S.A. (ANBIMA, 2015)

Entretanto, as operações securitizadas da época demandavam muitas burocracias, como a criação de sociedades anônimas (SPEs), que implicavam em um alto custo de implementação da operação, combinados com uma carga tributária elevada, com a incidência de impostos referentes a personalidades jurídicas, como Programa de Integração Social (PIS), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e Contribuição Social sobre o lucro líquido (CSSL).<sup>1</sup>

Visando a uma flexibilização desse mercado, no ano de 2001, a CVM decretou a norma 356/2001, na qual determinava a criação dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), instrumento esse que funcionaria como uma comunhão de recursos com objetivo de adquirir recebíveis ou direitos creditórios, além de definir as regulações do instrumento, bem como os direitos e deveres dos prestadores de serviço e dos cotistas. (ANBIMA, 2015)

Desde então, os FIDCs se firmaram como o principal mecanismo de securitização no Brasil, atingindo um patamar de aproximadamente R\$ 687 bilhões de reais em patrimônio líquido consolidado no mês de junho de 2025, atingindo um patamar recorde, conforme ilustrado no gráfico abaixo:

**Gráfico 1: Patrimônio Líquido de FIDCs em R\$ milhões (2003 - 2024)**

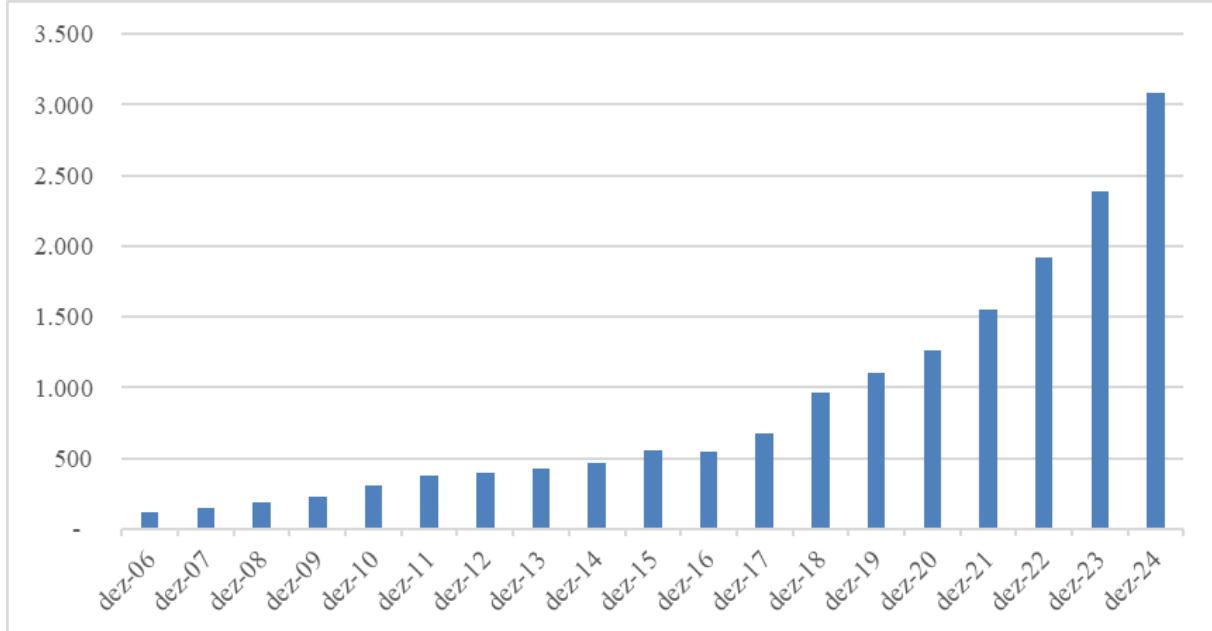


Fonte: Elaboração própria a partir de dados ANBIMA.  
Dados deflacionados com base dez/24.

<sup>1</sup> PIS (Programa de Integração Social) e Cofins (Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social) são tributos federais incidentes sobre o faturamento das empresas. O IRPJ (Imposto de Renda da Pessoa Jurídica) e a CSLL (Contribuição Social sobre o Lucro Líquido) incidem sobre o lucro, compondo a carga tributária das pessoas jurídicas no Brasil.

O crescimento expressivo de patrimônio líquido está diretamente relacionado à ampliação do número de fundos constituídos no período, com um crescimento médio de 20,9% a.a, destacando ainda uma elevação de 28,5% na quantidade de fundos entre dezembro de 2023 e dezembro de 2024.

**Gráfico 2: Evolução da quantidade de FIDCs ativos (2006 - 2024)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados ANBIMA.

Vale destacar que, ao longo de toda a série histórica de captações líquidas dos FIDCs, apenas em quatro anos foram registrados saldos negativos, evidência de momentos pontuais em que os resgates superaram as aplicações. O presente estudo propõe-se a analisar com maior profundidade o período após 2020. Ainda assim, como ilustrado na Tabela 1, observa-se uma tendência estrutural de crescimento do mercado, com trajetória majoritariamente positiva ao longo dos anos, culminando em uma captação líquida recorde de R\$ 131,1 bilhões em 2024.

**Tabela 1: Série histórica de captações líquidas em R\$ milhões (2006 – 2024)**

Período	Captações Líquidas
<b>2006</b>	9.944,7
<b>2007</b>	10.828,1
<b>2008</b>	14.954,4
<b>2009</b>	10.220,1
<b>2010</b>	6.047,0
<b>2011</b>	14.778,7

<b>2012</b>	-7.491,4 <sup>2</sup>
<b>2013</b>	13.169,7
<b>2014</b>	-10.987,5
<b>2015</b>	1.879,8
<b>2016</b>	-7.626,3
<b>2017</b>	8.516,3
<b>2018</b>	9.452,0
<b>2019</b>	61.363,1
<b>2020</b>	-21.327,7
<b>2021</b>	80.465,8
<b>2022</b>	25.684,7
<b>2023</b>	39.435,0
<b>2024</b>	139.058,6

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados ANBIMA.

Dados deflacionados com base dez/24.

Ao observar a indústria de fundos como um todo, percebe-se que a trajetória dos FIDCs se destaca em meio a categorias mais tradicionais. Em 2024, por exemplo, a captação líquida dos FIDCs ultrapassou R\$ 139 bilhões, nível superior ao registrado por segmentos como ações (-R\$ 15,7 bilhões) e multimercados (-R\$ 349 bilhões), superando apenas da renda fixa. Essa comparação, a partir de dados da ANBIMA, reforça que o crescimento dos FIDCs não foi pontual, mas parte de um movimento estrutural que consolidou o instrumento como um dos principais canais de financiamento no mercado de capitais brasileiro. (ANBIMA, 2025)

## 1.2 A estrutura do FIDC

Os FIDCs são organizados em forma de condomínio de investidores, quem podem ser classificados entre abertos e fechados: os fundos abertos têm como característica a possibilidade de solicitar o resgate das cotas aplicadas a qualquer momento, respeitando as regras de carência, enquanto fundos fechados possuem liquidez das cotas apenas conforme calendário de pagamentos da subclasse investida. (SILVA et al., 2010).

Outra característica estrutural relevante, decorre da obrigação do FIDC manter no mínimo 50% do seu patrimônio líquido aplicado em direitos creditórios, caracterizados como os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços. Com a entrada em vigor da Resolução 175/2023 da

---

<sup>2</sup> Valores negativos correspondem a meses que houve mais resgates que captações nos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios.

Comissão de Valores Mobiliários, houve a adição das cotas de FIDCs como direito creditório, o que permitiu o investimento em cotas de fundo da mesma definição. (CVM, 2023)

A normativa CVM 175/23 ainda possibilita que os fundos sejam estruturados em subclasses de cotas, cada uma com regras próprias de rentabilidade, ordem de prioridade no recebimento e perfil de risco distinto. A subclasse Sênior é considerada a mais segura, uma vez que possui prioridade de pagamento perante as demais classes, porém usualmente possui rentabilidade menor, e vinculada a um *benchmark*, devido ao menor nível de risco tomado. Já a subclasse mezanino é considerada de risco intermediário, na qual há um prêmio maior em rentabilidade, uma vez que em um evento de liquidação, é necessário pagar toda a subclasse sênior para a mezanino conseguir liquidez. (CVM, 2023)

Por fim, a subclasse Subordinada é a que representa maior nível de risco para o investidor, pois é a última na ordem de prioridade de pagamento em caso de liquidação. Além disso, sua rentabilidade está diretamente vinculada ao desempenho dos ativos que compõem a carteira do fundo, o que a torna mais exposta à inadimplência e à volatilidade da performance dos direitos creditórios. Em contrapartida, essa subclasse tende a oferecer um retorno potencialmente mais elevado, como forma de compensação pelo risco assumido. Vale destacar que é prática comum que parte ou a totalidade das subclasses subordinadas fiquem em posse da empresa originadora dos direitos creditórios que serão cedidos ao fundo. (CVM, 2023)

Logo, a rentabilidade da subclasse subordinada está sujeita a diversos fatores de risco que podem comprometer o retorno esperado pelos investidores, entre os principais riscos associados às operações de FIDC, destacam-se: risco de crédito, risco de mercado, risco de juros, risco de liquidez, risco de preço, risco cambial e risco de fungibilidade. (ANBIMA, 2015)

O risco de crédito se refere à ocasião dos devedores não cumprirem integralmente suas obrigações, comprometendo o fluxo de recebíveis que dá suporte ao fundo. A inadimplência, a deterioração da qualidade de crédito ou até mesmo atrasos sistemáticos afetam a geração de caixa, fragilizando a estrutura que sustenta a remuneração dos investidores. Ao lado dele, o risco de mercado aparece pela exposição a ativos com marcação a mercado, se expondo a variações na atividade setorial, ou choques externos que reverberam no desempenho da carteira de recebíveis. (ANBIMA, 2015)

A sensibilidade dos preços também merece atenção, visto que mesmo ativos adimplentes podem perder valor diante de mudanças regulatórias, crises macroeconômicas ou alterações na dinâmica competitiva dos setores de origem. Esse risco de preço se soma ao cambial, relevante sobretudo quando os fluxos de caixa ou obrigações estão atrelados às moedas estrangeiras, tornando a rentabilidade dependente de variações no câmbio que escapam ao

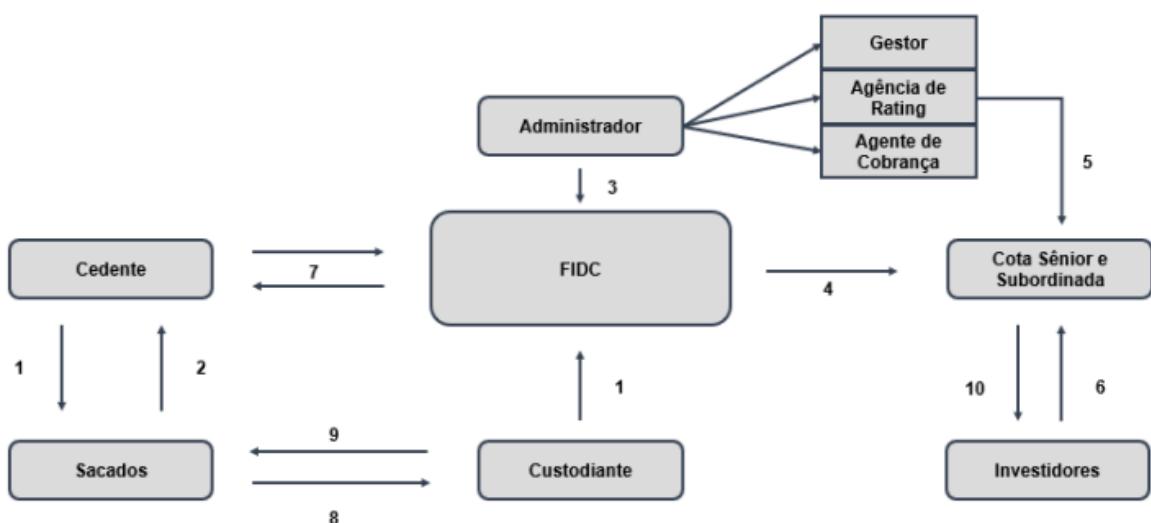
controle do gestor. (ANBIMA, 2015)

Em última instância, existe também o risco de que os pagamentos dos devedores sejam direcionados para a conta do antigo proprietário do crédito, e não para o fundo, chamado risco de fungibilidade, essa possibilidade decorre da própria heterogeneidade dos direitos creditórios, que têm diferentes origens, prazos e formas de registro. Para mitigar esse conjunto de riscos, é comum a utilização de mecanismos estruturais que reforçam a proteção aos cotistas, tais como coobrigação dos cedentes, sobrecolaterização e arquitetura de subordinação entre subclasses de cotas. (ANBIMA, 2015)

Quando parte dos direitos creditórios não apresenta a performance projetada, as primeiras perdas recaem sobre as subclasses subordinadas, preservando a posição dos detentores de cotas sêniores. Nos fundos que contam com essa arquitetura, é prática recorrente a definição de um índice mínimo de subordinação, que impõe a manutenção de uma fração do patrimônio líquido em cotas subordinadas, usualmente representada em termos percentuais, como forma de assegurar um nível estrutural de proteção à parcela mais sênior do investimento (ANBIMA, 2015).

Destarte, é dentro da subclasse subordinada que se concentram os riscos e a precificação dos direitos creditórios adquiridos, sendo essa a camada que reflete o desempenho da carteira do fundo. Para compreender como esse risco se manifesta na prática, é necessário observar a dinâmica operacional da cessão de recebíveis e os fluxos que compõem uma operação típica de FIDC, conforme Figura 1.

**Figura 1: Estrutura de Cessão de FIDC.**



Fonte: Arantes (2022)

Observa-se que a dinâmica operacional de um FIDC envolve diversos agentes e fluxos: o processo tem início na relação comercial entre o cedente e o sacado, em que cedente é a parte que realiza uma venda a prazo de bens ou serviços, gerando um direito creditório a receber. Já o sacado é a parte que adquire esses bens ou serviços e assume a obrigação de pagamento em data futura (etapas 1 e 2).

A partir dessa operação comercial, o cedente transfere os direitos creditórios ao FIDC (etapa 7) por meio de uma cessão formal, na qual os recursos para essa aquisição são obtidos junto aos investidores (etapa 6), que aplicam no fundo por meio da subscrição de cotas seniores e subordinadas (etapa 5), conforme a estrutura de risco e retorno definida previamente.

Entre os agentes de funcionamento do FIDC, o administrador do fundo (etapa 3) é o responsável por constituir legalmente o FIDC, supervisionar sua operação e garantir a conformidade com a regulação vigente. Já o custodiante (etapa 4) é o agente que controla a guarda dos ativos, liquida os pagamentos e verifica os direitos creditórios adquiridos. Em paralelo, o gestor, juntamente com a agência de *rating* e o agente de cobrança (etapa 5), desempenha funções essenciais na análise da carteira, monitoramento de risco e avaliação da capacidade de pagamento dos sacados.

Por fim, à medida que os sacados realizam os pagamentos das obrigações assumidas (etapa 8), esses recursos são direcionados ao fundo e utilizados para remunerar os investidores (etapa 9), conforme os termos previstos nas cotas subscritas.

Com base nessa dinâmica operacional, observa-se que a rentabilidade das cotas de um FIDC está diretamente relacionada à qualidade dos créditos originados na relação comercial entre cedente e sacado, bem como à precificação de risco atribuída pelos investidores, os quais tendem a exigir *spreads* maiores sobre o *benchmark* em contextos de maior incerteza.

Diante disso, o presente estudo busca analisar o comportamento dos FIDCs no período entre 2018 à 2024, com ênfase a 2020, com o objetivo de identificar como diferentes perfis de originação reagiram diante ao choque sanitário, especialmente no que se refere à inadimplência, dispersão por tipo de crédito, preservação do patrimônio líquido e variação da rentabilidade.

### **1.3 Classificações de FIDCs ANBIMA**

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), criada em 2009 a partir da fusão entre a ANBID e a ANDIMA, consolidou-se como referência central no processo de autorregulação do sistema financeiro brasileiro, na qual sua atuação não se limita à defesa institucional dos interesses do setor, mas envolve a criação

de códigos de melhores práticas, a padronização de condutas e a promoção de iniciativas educacionais que fortalecem a credibilidade e a transparência do mercado de capitais. Ao complementar a regulação estatal exercida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a entidade contribui para harmonizar expectativas entre investidores, intermediários e reguladores, estabelecendo maior previsibilidade nas transações e elevando a percepção de segurança dos agentes econômicos (ANBIMA, 2024).

Também merece atenção o investimento contínuo em educação e certificação profissional, com programas de capacitação que asseguram a qualificação técnica dos participantes do setor. Vale salientar ainda que as regras da ANBIMA não substituem a legislação vigente, mas atuam de forma complementar, reforçando a governança e a transparência do sistema (ANBIMA, 2024).

No âmbito específico dos fundos de investimento em direitos creditórios, a ANBIMA desempenha papel decisivo ao propor uma classificação padronizada para esse tipo de ativo, medida que buscou trazer clareza a um segmento heterogêneo, marcado pela diversidade de recebíveis e pela multiplicidade de estruturas jurídicas e operacionais. A tipologia estabelecida organiza os FIDCs em quatro grandes grupos, definidos a partir da natureza dos créditos adquiridos e das características dos setores de origem dos ativos: Fomento Mercantil, Financeiro, Indústria e Comércio, e Outros. (ANBIMA, 2010).

A seguir, apresenta-se uma descrição detalhada de cada um desses grupos e suas subdivisões:

O grupo de **Fomento Mercantil** é formado por fundos que adquirem recebíveis pulverizados, em sua maioria oriundos da atividade de fomento comercial ou *factoring*, modalidade em que majoritariamente funcionam com pequenas e médias empresas que cedem duplicatas, notas promissórias, cheques e outros títulos de crédito com o objetivo de antecipar receitas, recebendo liquidez imediata em troca de um deságio. A lógica subjacente consiste em transferir o risco da cobrança para o fundo, que busca retorno na recuperação dos valores junto aos sacados. Ao desempenhar esse papel, os FIDCs de fomento funcionam como um canal alternativo de financiamento, ampliando o acesso ao crédito de empresas que muitas vezes não dispõem de condições para recorrer às linhas bancárias tradicionais (ANBIMA, 2010).

Essa característica, entretanto, traz consigo um conjunto de riscos específicos, em que a qualidade da originação, a dispersão dos cedentes e a solidez financeira dos sacados tornam-se fatores determinantes para a performance da carteira, uma vez que os ativos são, em grande parte, de menor valor e vinculados a empresas de histórico limitado, resultando em volatilidade da inadimplência mais elevada e a previsibilidade dos fluxos de pagamento mais restrita.

Ainda que a pulverização reduza o risco de concentração em um único devedor, ela impõe custos mais altos de monitoramento e gestão, além de acentuar o risco de liquidez, uma vez que tais recebíveis dificilmente encontram mercado secundário estruturado. Diante disso, é comum que fundos desse grupo operem com estruturas de subordinação mais robustas, de forma a oferecer colchões de proteção adicionais aos investidores seniores.

Já os FIDCs classificados como **Financeiros** concentram carteiras formadas por recebíveis originados em operações típicas do sistema bancário, que envolvem, entre outros segmentos, financiamentos de veículos, contratos de *leasing* e operações de crédito imobiliário, além de modalidades como crédito consignado e crédito pessoal. Esse grupo apresenta maior padronização documental e maior previsibilidade de fluxos em comparação ao fomento mercantil, uma vez que os créditos derivam de contratos formalizados e comumente associados a garantias mais consistentes (ANBIMA, 2010)

Ainda assim, esses fundos não estão imunes a fragilidades, o risco de mercado e o risco de juros se tornam centrais, já que o desempenho dessas carteiras responde diretamente a ciclos macroeconômicos. Uma elevação significativa nas taxas de juros pode aumentar a inadimplência em financiamentos de veículos e em créditos pessoais, ao mesmo tempo em que deprecia o valor presente dos recebíveis de longo prazo, como os imobiliários.

Já os FIDCs classificados no grupo **Agro, Indústria e Comércio** têm como foco recebíveis originados em atividades produtivas e comerciais de empresas não financeiras. Os fundos de crédito corporativo investem em recebíveis oriundos de operações de financiamento a empresas do segmento *middle market* ou *corporate*, muitas vezes com concentração em devedores específicos ou pertencentes a um mesmo grupo econômico, como ocorre nos FIDCs de fornecedores. Também fazem parte desse grupo os fundos voltados ao setor de infraestrutura, cujos ativos são originados em projetos de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, telecomunicações, transportes ou saneamento básico. (ANBIMA, 2010)

Outro segmento relevante no grupo Agro, Indústria e Comércio é o dos fundos de agronegócio, que investem em instrumentos como Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), Cédulas de Produto Rural (CPR) e outros títulos vinculados à atividade agropecuária. (ANBIMA, 2010)

Diferentemente dos fundos financeiros, a performance desse grupo guarda relação estreita com a dinâmica setorial da economia real, o que torna seu comportamento mais sensível a oscilações de demanda, preços de *commodities* e ciclos de investimento produtivo. No agronegócio, por exemplo, o retorno das carteiras pode variar em função da qualidade das safras, preços das *commodities* e condições climáticas, enquanto em infraestrutura, riscos

regulatórios e de execução de projetos podem afetar a pontualidade dos fluxos. (ANBIMA, 2010)

Por fim, o grupo denominado **Outros** engloba FIDCs com características específicas ou que não se enquadram nos padrões anteriores, entre eles os fundos de recuperação de crédito (*non-performing loans*) e os lastreados em precatórios e créditos contra o setor público. No caso dos NPLs, a estratégia baseia-se na aquisição de carteiras já inadimplidas, buscando retorno por meio de renegociações, cobrança judicial ou extrajudicial. Essa modalidade assume um risco de crédito já materializado, em que o desafio não é prevenir a inadimplência, mas recuperar parcialmente os valores devidos. Já nos fundos lastreados em precatórios ou créditos tributários parcelados, a contraparte é o próprio Estado, o que desloca o risco do âmbito privado para a esfera político-fiscal. (ANBIMA, 2010)

Ambas as modalidades apresentam elevado risco de liquidez, pois os ativos subjacentes dificilmente contam com mercados secundários que permitam negociações. No caso dos precatórios, soma-se ainda o risco regulatório e político, dado que a capacidade de pagamento depende do equilíbrio fiscal dos entes públicos e da dinâmica dos processos judiciais. Nos NPLs, os resultados variam conforme a eficiência das estratégias jurídicas e de cobrança, o que torna os fluxos altamente incertos.

Compreendida a estrutura e classificação dos FIDCs, torna-se necessário situá-los no ambiente macroeconômico, especialmente diante de choques como a crise de 2020. Para isso, a teoria de Minsky oferece o enquadramento analítico a ser explorado no capítulo seguinte.

## **Capítulo 2: A crise econômica de 2020 e seus legados: interpretações à luz da teoria de Minsky**

Este capítulo tem como propósito discutir os conceitos relacionados aos ciclos econômicos de Hyman Minsky, cuja teoria da instabilidade financeira fornece um referencial essencial para compreender como períodos de expansão podem dar lugar a momentos de fragilidade. A partir dessa base teórica, será detalhado a crise de 2020, decorrente do choque provocado pela pandemia da Covid-19, e o impactos nos anos imediatamente seguintes. Essa análise será fundamental para entender o papel dos ciclos *minskyanos* na dinâmica de alavancagem e de reconhecimento de riscos. O aprofundamento dessa análise servirá de suporte para examinar, no capítulo seguinte, como os diferentes grupos de FIDC reagiram a tais cenários de instabilidade e quais padrões podem ser identificados na sua evolução.

### **2.1 Os ciclos econômicos e a fragilidade financeira na ótica de Minsky**

No centro da teoria de Hyman Minsky está a ideia de que a estabilidade econômica não constitui um ponto de equilíbrio duradouro, mas um momento de transição em que se acumulam condições que inevitavelmente conduzem à instabilidade, logo, a estabilidade, quando prolongada, muda o comportamento dos agentes e altera a estrutura dos balanços, de modo a gerar novas fragilidades. (MINSKY, 1986)

Ao incorporar explicitamente as relações financeiras, as expectativas e a incerteza à dinâmica macroeconômica, Minsky retoma e aprofunda a tradição keynesiana, deslocando o foco da análise do equilíbrio estático para a evolução histórica de práticas financeiras que, em tempos favoráveis, tendem a reduzir margens de segurança e a ampliar a alavancagem. O crédito, nesse enquadramento, não é apenas um canal neutro que viabiliza transações, é um motor que acelera expansões, mas também o principal veículo de propagação de colapsos quando as condições mudam. (MINSKY, 1986)

Para desenvolver suas conclusões, Minsky parte de um conjunto de pressupostos fundamentais que estruturam sua interpretação da dinâmica capitalista, sua análise considera, em primeiro lugar, que a economia moderna é sofisticada e fortemente orientada por suas instituições financeiras, cujo funcionamento molda a trajetória do sistema. Nesse contexto, as inovações financeiras assumem papel central, redefinindo continuamente os mecanismos de intermediação e ampliando a complexidade dos fluxos de crédito, enquanto os arranjos institucionais também exercem influência decisiva, estabelecendo os limites e as possibilidades de atuação dos agentes. (MINSKY, 1986)

Outro ponto essencial é a ideia de que todos os participantes da economia podem ser

representados por meio da dinâmica de balanços, nos quais a estrutura de ativos e passivos condiciona as escolhas de alocação do capital. Minsky também enfatiza a presença constante da incerteza e da imprevisibilidade em relação ao futuro, o que confere caráter instável às decisões econômicas, no qual essa instabilidade se expressa na natureza cíclica e dialética do desenvolvimento capitalista, em que fases de expansão e contração se sucedem de maneira recorrente. Além disso, o autor destaca que a relação entre investimento e finanças é marcada por tensões permanentes, sendo ao mesmo tempo motor do crescimento e origem da fragilidade sistêmica. (MINSKY, 1986)

A Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky descreve uma economia em que endividamento e financiamento são decisões tomadas sob incerteza, validadas por fluxos de caixa futuros que nunca são conhecidos com plena precisão. Logo, a expansão dos lucros em um período de prosperidade legitima decisões de investimento e amplifica a disposição de bancos e investidores em aceitar riscos, reduzindo a exigência de colaterais e comprimindo prêmios de risco. (BAHRY; GABRIEL, 2010)

A verificação contínua do sucesso dessas decisões alimenta ainda uma narrativa de normalidade, na qual as exceções passadas são descartadas como anomalias e a prudência perde sentido. Como resultado, há um deslocamento gradual da estrutura financeira de posições robustas para posições sensíveis, em que pequenas perturbações são suficientes para desencadear processos cumulativos de desalavancagem. (BAHRY; GABRIEL, 2010)

Para tornar essa dinâmica operacional, Minsky organiza as unidades econômicas segundo três posições financeiras. Na posição *hedge*, os fluxos de caixa esperados cobrem juros e amortização de principal, de modo que as dívidas se reduzem no tempo e a solvência não depende de refinanciamentos. (MINSKY, 1986)

Já na posição especulativa, as receitas correntes pagam juros, mas não amortizam o principal; a rolagem da dívida torna-se requisito para a continuidade da operação, e movimentos adversos nas taxas de juros ou na disponibilidade de crédito expõem o devedor a riscos que antes estavam amortecidos por margens mais folgadas. (MINSKY, 1986)

Por fim, na posição *Ponzi*, nem os juros podem ser pagos sem emissão adicional de dívida ou sem a venda de ativos a preços crescentes, o que torna a continuidade das posições dependente da valorização de mercado. Essas categorias não são rótulos fixos, num ciclo de bonança prolongada, agentes e setores transitam de hedge para especulativo e, por fim, para Ponzi, porque a própria prosperidade cria incentivos para a assunção de riscos crescentes. (MINSKY, 1986)

A euforia não aparece como excentricidade comportamental, mas como consequência

de validações reiteradas de resultados positivos, logo, os preços de ativos sobem e sustentam avaliações mais benignas de risco, autorizam alavancagem adicional e expandem a liquidez endógena. Bancos relaxam padrões de concessão, investidores alongam prazos e aceitam estruturas de remuneração mais dependentes de valorização futura, e empresas ajustam seus planos de investimento com base em fluxos estimados sob condições que supõem permanência do ambiente favorável. (BAHRY; GABRIEL, 2010)

Em dado momento, o sistema torna-se tão interdependente e tão amplamente financiado por dívida de curto prazo que o choque necessário para reverter expectativas não precisa ser grande. Uma mudança na política monetária, um evento regulatório, uma surpresa macroeconômica ou mesmo a percepção de que os preços de ativos cresceram além do razoável podem desencadear a reversão, conforme destacam os autores a seguir.

Constata-se, assim, que a fragilidade financeira decorre do funcionamento normal da economia. Então, na concepção minskyana, a economia passa por períodos de tranquilidade, os quais são rompidos por booms de investimento, aceleração inflacionária, crises monetárias e financeiras e deflações de dívidas. A instabilidade emerge quando um período de crescimento relativamente tranquilo é transformado em boom especulativo. O boom especulativo tende a ser seguido pelo pânico, deflações de dívidas, depressões profundas e, na sequência, pela recuperação. (BAHRY; GABRIEL, 2010, p. 39)

A passagem da euforia à crise constitui um processo que Minsky descreve como desvalorização de ativos e deflação de dívidas. Quando os preços caem, a razão dívida/colateral se deteriora, chamadas de margem são acionadas, vendas forçadas intensificam a pressão baixista e balanços se contraem. Ao mesmo tempo, o crédito fica mais caro ou simplesmente indisponível, interrompendo rolagens indispensáveis para unidades especulativas e Ponzi. (MINSKY, 1986)

A compressão dos balanços financeiros gerada por esse momento se transmite à economia real pelo canal do investimento e do emprego, reduzindo a demanda agregada e realimentando expectativas pessimistas. O que parecia risco idiossincrático transforma-se em risco sistêmico, porque a liquidez depende da disposição geral dos agentes em aceitar títulos e ativos como garantia, quando essa disposição falta, a liquidez some simultaneamente em múltiplos mercados. (MINSKY, 1986)

Embora crises possam ter gatilhos externos, a interpretação *minskyana* enfatiza a endogeneidade do colapso, no qual o choque que precipita a queda encontra uma estrutura de passivos já frágil, devedores dependentes de refinanciamento e um sistema bancário com ativos correlacionados e prazos desajustados em relação a obrigações de curto vencimento. Essa configuração torna a instabilidade inevitável em alguma altura do ciclo, não por fatalismo, mas

porque não há mecanismo espontâneo que impeça a passagem gradual para posições financeiras mais arriscadas quando o ambiente permanece benigno por longos períodos. Intervenções prudenciais podem mitigar, desacelerar ou reverter esse movimento, mas a sua eficácia depende da disposição política de agir contra a corrente e de aceitar desacelerações deliberadas durante fases de estabilidade. (BAHRY; GABRIEL, 2010)

O *Big Bank*<sup>3</sup>, papel exercido pelo banco central, atua como emprestador de última instância, garantindo liquidez quando o mercado interbancário paralisa e precificando ativos colaterais em momentos de estresse para impedir leilões desordenados. O *Big Government*<sup>4</sup>, por sua vez, estabiliza rendas e lucros via política fiscal, sustentando a demanda agregada e servindo como âncora para expectativas. Minsky reconhece, entretanto, os limites e as dualidades dessa arquitetura, os socorros reiterados e condições financeiras excessivamente confortáveis podem reforçar comportamentos que levam a novas fragilidades, criando um padrão de estabilização que prepara para a próxima instabilidade. (BAHRY; GABRIEL, 2010)

Minsky ainda destaca o papel de novos instrumentos financeiros nos ciclos econômicos, como os processos de securitização, técnicas de gestão de risco e arranjos contratuais que ampliam o conjunto de ativos elegíveis como colateral e criam camadas adicionais de intermediação entre poupadore e tomadores. Em períodos de estabilidade, essas inovações parecem reduzir riscos ao diluí-los e redistribuí-los, mas, quando testadas, revelam correlações não antecipadas e exposições comuns que amplificam a transmissão de choques, a sofisticação financeira, nesse sentido, não é neutra, apena reconfigura canais de propagação e, muitas vezes, mascara a verdadeira localização do risco até que a pressão de liquidez exponha vulnerabilidades. (BAHRY; GABRIEL, 2010)

Enquanto o colapso das posições financeiras costuma se dar de modo repentino, a reconstrução dos balanços e a restauração da confiança avançam em ritmo gradual, logo a regressão para posições mais prudentes frequentemente ocorre de forma abrupta, enquanto a reconstrução de balanços e o restabelecimento da confiança exigem tempo. O investimento, altamente sensível às expectativas e às condições de financiamento, não responde imediatamente aos estímulos convencionais quando as firmas precisam priorizar

<sup>3</sup> Minsky (1986) define o "Big Bank" como o Banco Central, que deve atuar como regulador e emprestador de última instância para o sistema financeiro. Assim, o *Big Bank* desempenha um papel essencial para assegurar que as falhas no sistema de pagamentos não resultem em colapsos sistêmicos.

<sup>4</sup> O "Big Government" refere-se a um governo suficientemente grande, com capacidade de realizar políticas fiscais contracíclicas robustas. Em períodos de retração econômica, o aumento dos gastos públicos e o fortalecimento da rede de segurança social atuariam como estímulo à demanda agregada, mitigando os efeitos recessivos. Em períodos de *boom*, a contenção nos gastos e o desestímulo às atividades especulativas, com o uso funcional do orçamento do governo, buscaria evitar a formação de bolhas e a fragilização da estrutura de passivos da economia (MINSKY, 1986).

desalavancagem e recomposição de margens de segurança. (MINSKY, 1986)

A política monetária, ao reduzir juros, pode encontrar o obstáculo de balanços deprimidos e de uma preferência pela liquidez elevado, de modo que o efeito sobre crédito e investimento se dilui. A política fiscal tem alcance mais direto, mas enfrenta restrições institucionais e debate público sobre sustentabilidade que podem retardar sua implementação. (MINSKY, 1986)

Ao deslocar o olhar para economias emergentes, ganham relevo elementos como a volatilidade de termos de troca, a sensibilidade cambial e a maior dependência de financiamento em condições que refletem percepções externas de risco. A lógica *minskyana* permanece válida, mas os canais de transmissão podem ser mais intensos, movimentos na taxa básica de juros, mudanças na aversão global ao risco e reavaliações de *rating* influenciam diretamente o custo de rolagem de dívidas e a disposição dos credores internacionais em manter posições. Estruturas de indexação e graus de dolarização de passivos ou receitas condicionam a resposta dos balanços à flutuação cambial, multiplicando efeitos sobre solvência e liquidez quando a moeda local se deprecia. (MINSKY, 1986)

Essa moldura teórica permite construir pontes analíticas para os episódios que serão tratados nas seções seguintes. A crise de 2020, por sua vez, apresentou gatilho distinto e caráter mais abrupto, uma vez que o choque pandêmico interrompeu cadeias produtivas, derrubou a mobilidade e forçou paralisações que afetaram simultaneamente oferta e demanda. Enquanto o período pós-2020 foi marcado por inflação persistente e pela necessidade de uma resposta monetária agressiva, com forte elevação da Selic, a reversão do ambiente de liquidez, antes acomodatício, expôs fragilidades acumuladas e elevou os custos de financiamento.

Logo, a interpretação *minskyana* ajuda a entender como um choque exógeno pode encontrar estruturas financeiras em estágios variados de fragilidade, amplificando os seus efeitos via mercados de crédito, preços de ativos e expectativas. A necessidade de respostas simultâneas do *Big Bank* e do *Big Government* evidenciou a centralidade das instituições na contenção de crises, mas também reabriu o debate sobre a natureza das fragilidades geradas por condições extraordinariamente acomodatícias adotadas para mitigar o colapso inicial.

## 2.2 A crise do COVID-19

A pandemia de Covid-19 desencadeou um choque de natureza simultaneamente sanitária e econômica que desorganizou cadeias de produção, paralisou setores inteiros e reduziu de forma abrupta a circulação de pessoas e mercadorias, gerando uma retração imediata da demanda e da oferta em escala global. No Brasil, o fechamento de atividades comerciais e

de serviços, somado à interrupção de operações industriais e logísticas, criou um ambiente em que a previsibilidade econômica desapareceu, levando famílias a conter gastos, empresas a suspender investimentos e mercados financeiros a reagir com forte volatilidade. A ausência de parâmetros históricos para mensurar a profundidade da crise ampliou o clima de pânico, estimulou fuga de capitais e deteriorou expectativas, resultando em uma combinação de retração da atividade, colapso de receitas e deterioração da confiança em ritmo acelerado (SILBER, 2020).

A instabilidade se refletiu com intensidade nos mercados financeiros e de crédito, que passaram a reagir de maneira defensiva diante da aversão ao risco e da deterioração das condições econômicas. A desvalorização acelerada do real frente ao dólar encareceu insumos importados e pressionou custos de produção, enquanto o mercado acionário sofreu quedas sucessivas que interromperam pregões na B3 e elevaram de forma abrupta os prêmios de risco. (OSF, 2021)

O encarecimento do financiamento, aliado à retração na oferta de crédito por parte dos bancos, restringiu o acesso de empresas de menor porte a capital de giro em um momento em que suas receitas desapareciam, fragilizando balanços corporativos e aumentando a probabilidade de inadimplência. (OSF, 2021)

A retração do PIB brasileiro em 2020 foi de 4,1%, resultado que colocou o país entre os emergentes mais afetados pela pandemia e marcou a primeira contração anual desde 2016. O tombo refletiu a queda de 5,4% no setor de serviços, especialmente em comércio, alojamento e alimentação, e a redução de 3,4% na indústria, que sofreu com a interrupção das cadeias globais de suprimento. A agropecuária foi a única atividade a registrar crescimento positivo, com expansão de 2,0%, atenuando parcialmente a queda do produto, mas sem conseguir neutralizar o colapso generalizado da demanda interna (IBGE, 2021).

No mercado de trabalho, o impacto foi imediato e profundo, a taxa de desocupação atingiu 14,7% no trimestre encerrado em abril de 2021, o maior patamar da série histórica até então, representando mais de 14 milhões de pessoas sem ocupação. A informalidade, já elevada, acentuou a vulnerabilidade de famílias sem acesso a redes formais de proteção social, ampliando a dependência do Auxílio Emergencial. O rendimento médio real habitual recuou para R\$ 2.532, valor 1,5% inferior ao registrado no mesmo período de 2020, sinalizando que mesmo os trabalhadores empregados viram seu poder de compra comprimido pela combinação de retração econômica e alta dos preços de itens básicos (IBGE, 2021).

Nos mercados financeiros, a pandemia trouxe uma onda de volatilidade que atingiu praticamente todas as bolsas do mundo. O Ibovespa acumulou queda de 57% em dólares no

primeiro trimestre de 2020, superando a magnitude observada durante a crise financeira de 2008. O índice *Standard & Poor's 500* recuou 34% no mesmo período, enquanto o *Nasdaq* perdeu 30% de valor, números que revelam a dimensão global do choque. Outros mercados registraram quedas ainda mais acentuadas, como o *FTSE 100* de Londres, que caiu 42%, e o *DAX* de Frankfurt, que recuou 38%, evidenciando que a crise sanitária afetou simultaneamente economias desenvolvidas e em desenvolvimento (SILVA et al., 2021).

A volatilidade média dos principais índices aumentou de forma significativa durante a pandemia, especialmente nos mercados europeus e de países emergentes. No caso brasileiro, os modelos econométricos aplicados a séries diárias de retornos mostraram que a Covid-19 elevou a volatilidade condicional do Ibovespa de forma mais intensa do que a Grande Crise Financeira de 2008, reforçando a percepção de risco e a instabilidade dos fluxos de capitais. Os resultados também apontaram que, enquanto os mercados norte-americanos apresentaram maior volatilidade em 2008 do que em 2020, os mercados de países em desenvolvimento, como Índia e Brasil, foram mais duramente impactados pela pandemia, revelando uma heterogeneidade regional dos efeitos do choque (SILVA et al., 2021).

As respostas de política econômica buscaram conter a propagação do colapso, com destaque para a adoção do Auxílio Emergencial, que se transformou no principal instrumento de sustentação da renda e da demanda agregada durante os meses mais críticos da pandemia, programa transferiu recursos em escala inédita para milhões de famílias, mitigando o impacto imediato da perda de rendimentos e evitando uma retração ainda mais profunda do consumo básico. A política fiscal foi complementada por medidas de diferimento de tributos, programas de manutenção do emprego e subsídios à folha salarial, enquanto no campo monetário o Banco Central reduziu a Selic a patamares historicamente baixos e ampliou mecanismos de liquidez para o sistema bancário. (SILBER, 2020; OSF, 2021)

Linhos de crédito com garantia pública, como o Pronampe<sup>5</sup>, foram criadas para assegurar capital de giro às pequenas empresas, mas sua execução foi limitada pela resistência das instituições financeiras em expandir empréstimos em um ambiente de elevada incerteza, o que reduziu a eficácia de medidas que, em teoria, poderiam ter funcionado como amortecedores mais robustos contra a deterioração do setor produtivo. (SILBER, 2020; OSF, 2021)

O setor produtivo ainda experimentou uma contração generalizada que expôs a vulnerabilidade estrutural de empresas e famílias, com pequenas e médias firmas sucumbindo

---

<sup>5</sup> O Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) foi criado em 2020 como linha de crédito emergencial com garantia parcial do Tesouro Nacional, destinado a oferecer capital de giro e preservar empregos durante a pandemia de Covid-19 (OSF, 2021)

rapidamente diante da ausência de capital de giro e do encolhimento da demanda, enquanto companhias de maior porte também viram suas receitas despencarem em setores intensivos em capital como aviação, petróleo e serviços de transporte. O choque sobre o faturamento coincidiu com a manutenção de custos fixos, levando a um aumento das falências e da inadimplência em cadeias inteiras de fornecedores. (OSF, 2021)

Nas famílias, a perda de postos de trabalho elevou o desemprego a patamares recordes e reduziu a renda real, ao passo que o auxílio estatal apenas mitigou parcialmente a queda do consumo. O endividamento cresceu e a capacidade de pagamento deteriorou-se, ampliando a fragilidade financeira em um ambiente já marcado pela retração do crédito e pela maior seletividade bancária. (OSF, 2021)

No braço fiscal, a arrecadação tributária despencou em função da retração da atividade, enquanto os gastos públicos cresceram em ritmo acelerado para financiar programas emergenciais e linhas de crédito garantidas pelo Tesouro, levando a um aumento significativo do déficit nominal e a uma elevação abrupta da dívida bruta. O crescimento do endividamento reacendeu o debate sobre a sustentabilidade fiscal em um país que já havia saído fragilizado da recessão de 2014–2016, ao mesmo tempo em que expôs a tensão entre a necessidade de expandir gastos para mitigar os efeitos da crise e a limitação imposta por regras como o teto de gastos. (OSF, 2021).

As consequências sociais da pandemia foram ainda mais visíveis do que os números macroeconômicos, pois a recessão de 2020 atingiu com maior intensidade os grupos historicamente mais vulneráveis. A informalidade do mercado de trabalho brasileiro fez com que milhões de trabalhadores perdessem imediatamente sua principal fonte de renda, e mesmo com o auxílio estatal, a insegurança alimentar, o aumento da pobreza e a fragilização das condições de vida tornaram-se mais evidentes. O caráter desigual da crise mostrou que a pandemia não apenas reduziu o PIB em 4,1% naquele ano, mas também ampliou vulnerabilidades sociais e institucionais, cujos efeitos se estenderam para além do período imediato (SILBER, 2020).

O entrelaçamento entre recessão, crise de liquidez e fragilidade fiscal consolidou a crise de 2020 como um evento singular, não apenas pela profundidade da queda, mas pela forma como expôs de maneira simultânea vulnerabilidades financeiras, produtivas e sociais, criando uma herança de instabilidade que continuaria alterar os padrões de investimento e a oferta de crédito, ajustando o comportamento dos agentes financeiros. (OSF, 2021; SILBER, 2020).

Os desdobramentos dessa crise tiveram impacto direto sobre o mercado de crédito e, por consequência, sobre os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, que dependem da

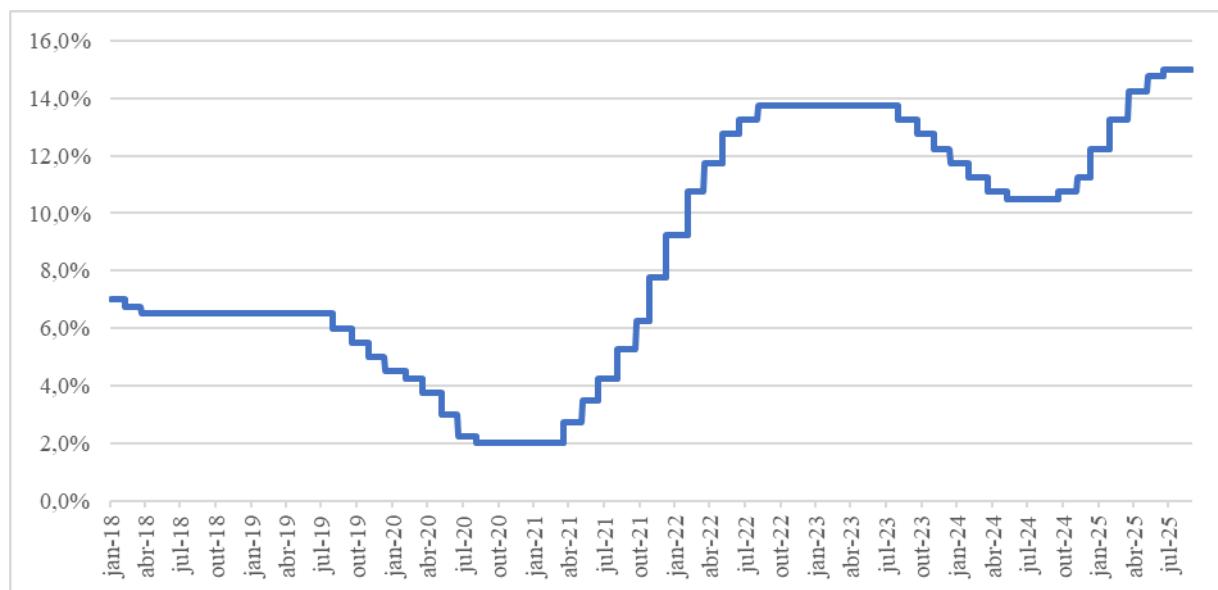
regularidade dos fluxos de recebíveis para garantir remuneração aos investidores. A retração das concessões, o aumento da inadimplência e a instabilidade dos fluxos de pagamento alteraram de forma significativa a previsibilidade desses instrumentos, exigindo estruturas de proteção mais rígidas e reduzindo o apetite por risco entre os agentes financeiros.

A compreensão dos efeitos da crise de 2020 sobre o crédito é, portanto, condição essencial para interpretar como diferentes categorias de FIDC reagiram ao ambiente de instabilidade, como será melhor desenvolvido no capítulo seguinte deste trabalho, pois a pandemia mostrou de forma inequívoca também que choques exógenos, como o choque sanitário, não apenas reduzem a atividade e elevam o desemprego, mas comprometem a base financeira que sustenta o mercado de capitais e seus veículos de securitização.

### 2.3 O período pós pandemia

Em 2021, a economia brasileira retomou força depois do choque pandêmico, mas a recomposição não significou um retorno à normalidade, uma vez que o PIB avançou 4,6%, sustentado pela reabertura dos serviços e pelo consumo represado das famílias, mas a recuperação foi limitada, pois a indústria enfrentava gargalos de insumos e a produção ainda sofria com cadeias de suprimento desorganizadas. Já o ambiente de preços, que havia sido relativamente inalterado em 2020, mudou de direção com a alta de combustíveis e alimentos, levando o IPCA a encerrar o ano em 10,06%, no maior patamar desde 2015.

**Gráfico 3: Evolução da taxa SELIC meta a.a (2018 a 2024)**



Fonte: (BACEN, 2025)

A resposta veio em forma de um ciclo acelerado de alta da Selic, conforme verificado

no gráfico 3, que saltou de 2% para 9,25% em doze meses, mudando de forma brusca as condições de crédito e sinalizando que a recuperação da atividade teria de conviver com aperto monetário. (Banco Central do Brasil, 2021)

A inflação elevada corroeu a renda real, pressionou o orçamento das famílias e reduziu o ganho proporcionado pela reabertura econômica, empresas de menor porte sentiram a escalada dos juros no custo de financiamento, enquanto o crédito bancário passou a ser concedido de forma mais seletiva. A combinação de recuperação do produto e deterioração das expectativas criou um quadro paradoxal: crescimento significativo, mas sustentado por bases frágeis, que revelava desde já o risco de instabilidade futura. (Banco Central do Brasil, 2021)

O ano de 2022 confirmou a desaceleração do ciclo de retomada, com o PIB crescendo 2,9%, impactado pela guerra na Ucrânia que agravou a alta de energia e alimentos, reforçando pressões inflacionárias e acentuando a volatilidade cambial. O setor agropecuário manteve desempenho sólido e os serviços continuaram a expandir, mas a indústria permaneceu enfraquecida. A inflação, ainda acima da meta, reduziu o poder de compra das famílias e limitou a expansão do consumo, enquanto os investimentos ficaram contidos pela elevação dos custos de capital. (IPEA, 2023)

O Banco Central intensificou o aperto monetário e levou a Selic a 13,75% em agosto, conforme o gráfico 3, em um dos ciclos de alta mais agressivos desde a estabilização monetária dos anos 1990. O efeito imediato foi a desaceleração do crédito e o encarecimento da dívida pública, que absorveu a alta de juros e ampliou pressões fiscais, além disso, o encarecimento do financiamento atingiu principalmente pequenas e médias empresas, dependentes de capital de giro, e travou investimentos de maior porte. (Wall Street Journal, 2022)

Em 2023, o desempenho superou expectativas iniciais e o PIB cresceu 2,9%, refletindo uma safra recorde, que garantiu forte contribuição do agronegócio, e o avanço de serviços ligados ao turismo e ao consumo urbano. O mercado de trabalho continuou a melhorar, com queda do desemprego e aumento da massa salarial em termos reais, o que ampliou o consumo das famílias em um ambiente ainda marcado por crédito caro. (IPEA, 2024)

No campo institucional, a aprovação do novo arcabouço fiscal substituiu o teto de gastos e inaugurou regras de crescimento controlado das despesas públicas, estabelecendo limites entre 0,6% e 2,5% acima da inflação e criando gatilhos de contenção. Ao mesmo tempo, o programa Desenrola Brasil <sup>6</sup>buscou aliviar o endividamento das famílias, expandindo espaço

---

<sup>6</sup> O Desenrola Brasil é o Programa de Renegociação de Créditos Inadimplidos, criado pelo Governo Federal, com o objetivo de recuperar as condições de crédito de Devedores que possuam dívidas negativadas. Devedores Pessoas Físicas com renda bruta mensal de até 2 (dois) salários-mínimos ou que estevam inscritos no Cadastro Único para

para consumo em meio à rigidez das condições de crédito. A política monetária começou a flexibilizar apenas no segundo semestre, com cortes graduais da Selic, mas o custo de financiamento seguiu alto. (IPEA, 2024)

Em 2024, o PIB brasileiro avançou 3,4%, consolidando um período de crescimento sustentado acima das projeções, acompanhado pelo mercado de trabalho em um dos melhores resultados da série, com taxa de desemprego de 6,2%, e a massa salarial real continuou em expansão, ampliando o consumo interno. Já a Selic foi reduzida para 11,25% no início do ano, conforme gráfico 3 demonstra movimento de flexibilização gradual. (IBGE, 2025)

Outro elemento relevante de 2024 foi a forte desvalorização cambial, com o real perdendo cerca de 15,7% de seu valor frente ao dólar entre dezembro de 2023 e novembro de 2024, em um movimento que levou a moeda norte-americana a superar a marca simbólica de R\$ 6,00. Essa trajetória refletiu não apenas a oscilação internacional do dólar e a queda nos preços de *commodities* exportadas pelo Brasil, mas também a percepção de risco doméstico associada à sustentabilidade fiscal. A volatilidade cambial teve impacto direto sobre os índices de preços, elevando o custo dos alimentos, especialmente proteínas, e reforçando a pressão inflacionária nos meses finais do ano (IPEA, 2024).

Paralelamente, o debate fiscal ganhou centralidade, com o novo regime de arcabouço sendo testado diante do crescimento das despesas obrigatórias e da necessidade de conciliar expansão social com ajuste das contas públicas. As expectativas de mercado apontaram déficit primário recorrente para os próximos anos, em contraste com as projeções oficiais de superávit a partir de 2026, e a dívida bruta do governo geral foi projetada em trajetória ascendente, aproximando-se de 80% do PIB no fechamento de 2024. Nesse ambiente, o Banco Central reagiu elevando a Selic para 12,25% no fim do ano, reforçando o viés contracionista da política monetária. Assim, ainda que a atividade econômica tenha superado as previsões em alguns trimestres, a combinação de câmbio volátil, pressões inflacionárias e risco fiscal manteve o ambiente macroeconômico desafiador para 2025 (IPEA, 2024)

---

Programas Sociais do Governo Federal (CadÚnico) e tiveram a possibilidade de negociar suas dívidas com desconto. Eram possíveis renegociar as dívidas que tenham sido negativadas de 2019 a 2022, e cujo valor atualizado era inferior a R\$ 20 mil. (DESENROLA BRASIL, 2025)

## Capítulo 3: Discussão de Resultados

Diante desse contexto de instabilidade e recuperação, o próximo passo foi estruturar a metodologia de análise empírica, a partir da base de dados de FIDCs, o estudo parte da amostra de fundos levantada, organizada segundo a classificação da ANBIMA e a disponibilidade de dados da mesma. A tabela apresentada permite ter uma visão inicial da distribuição dos veículos para a análise no presente trabalho.

**Tabela 2: Distribuição de fundos da amostra analisada**

Tipo de Fundos	Quantidade de Fundos
Outros	2550
Fomento Mercantil	800
Financeiro	641
Agro, Indústria e Comércio	612

Fonte: Elaboração Própria

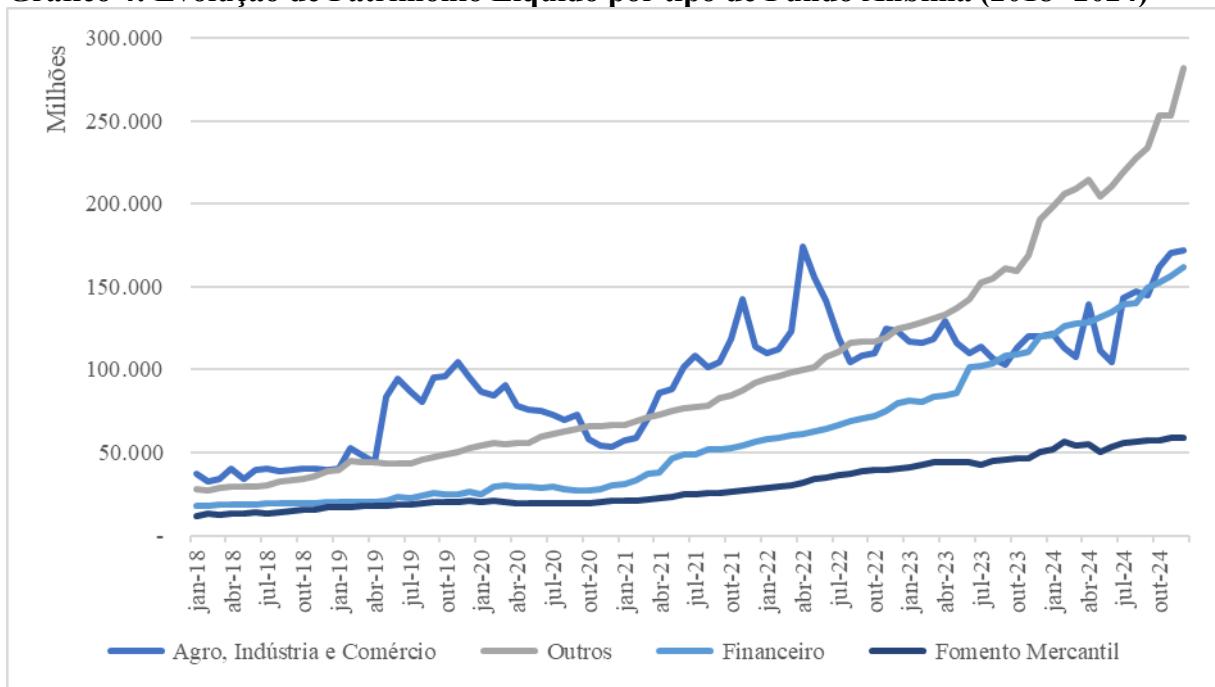
A investigação quantitativa desta amostra utiliza séries de informes mensais de FIDCs obtidas na base pública da Comissão de Valores Mobiliários, cobrindo o período de janeiro de 2018 a dezembro de 2024. Para garantir comparabilidade, todas as séries foram deflacionadas e padronizadas para base 100 em 12/2024, aplicando o sobre o Índice de Preços ao Consumidor (IPCA).

Já a rentabilidade empregada no estudo refere-se exclusivamente às cotas subordinadas dos fundos, por apresentarem característica mais relacionada com a performance da carteira de ativos subjacentes.

### 3.1 Evolução de Patrimônio no período analisado

Inicialmente, foi analisado a evolução de Patrimônio Líquido acumulado por tipo de fundo Anbima, da amostra selecionada:

**Gráfico 4: Evolução de Patrimônio Líquido por tipo de Fundo Anbima (2018- 2024)**



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

Dados deflacionados com base dez/24.

O Gráfico 4 mostra que o choque sanitário de 2020 não aparece apenas como uma retração leve no patrimônio dos fundos, mas como o reflexo direto do ambiente de incerteza que se formou a partir da pandemia, envolvendo a queda da atividade econômica, somada à elevação dos riscos de crédito, que pressionou especialmente os fundos Agro, Indústria e Comércio, mais expostos às cadeias produtivas interrompidas.

Por outro lado, as medidas emergenciais do governo, como o Pronampe e programas de manutenção de emprego, ajudaram a evitar um colapso mais prolongado, mas não impediram a volatilidade observada nesse grupo. Ao mesmo tempo, a redução abrupta da Selic para patamares historicamente baixos, conforme gráfico 3 funcionou como estímulo parcial para a liquidez do mercado de capitais, criando um colchão de sustentação que permitiu ao segmento Financeiro retomar seu crescimento quase imediatamente.

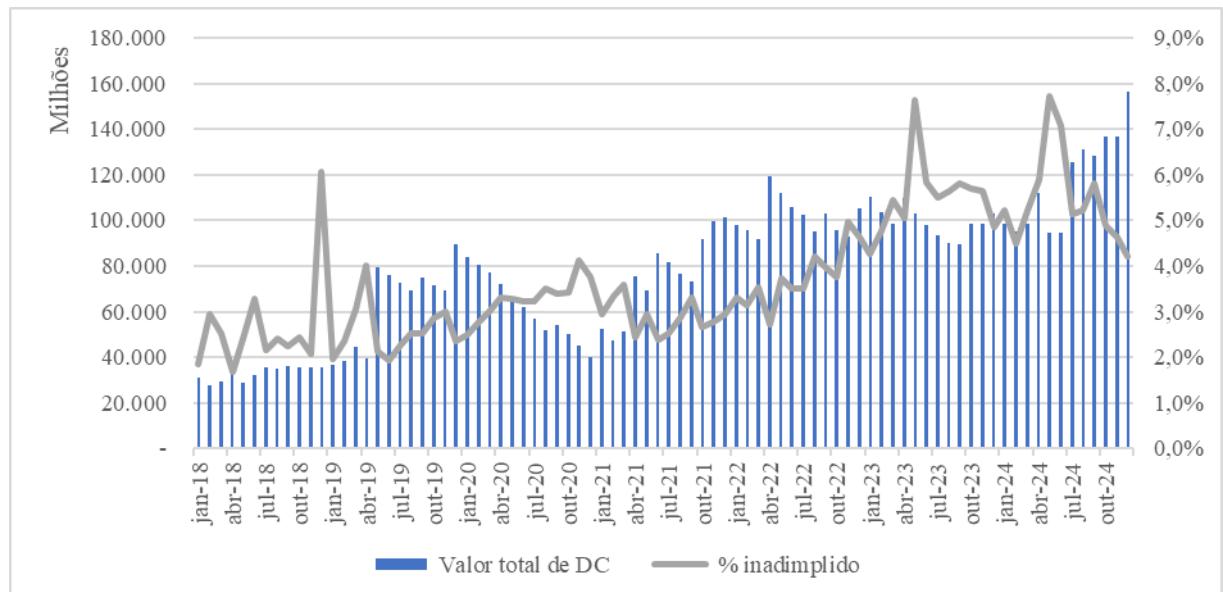
No pós-crise, a evolução dos fundos se alinhou ao ciclo de retomada econômica e à política monetária mais restritiva que se consolidou entre 2021 e 2024. A política monetária expansionista do primeiro momento foi substituída por um ciclo agressivo de alta de juros, em resposta à escalada inflacionária, o que encareceu o crédito e afetou a recuperação mais plena dos fundos Agro, Indústria e Comércio, que avançaram em ritmo irregular. Já os Fomentos e a categoria Outros mantiveram crescimento mais modesto, sem grandes desvios, reflexo da menor exposição direta às oscilações do mercado de crédito. Os fundos Financeiros, ao contrário, aproveitaram a migração de capitais em busca de ativos com maior segurança e

liquidez relativa, consolidando a liderança de expansão até o fim de 2024.

### 3.2 FIDC Agro, Indústria e Comércio

O montante de direitos creditórios aumentou de forma contínua, refletindo uma trajetória de expansão ao longo do período analisado, mas marcada por oscilações associadas aos momentos de maior incerteza econômica. Entre 2018 e o início de 2020, verifica-se um crescimento gradual, interrompido pela pandemia, quando os volumes se tornaram mais voláteis e revelaram certa instabilidade na originação dos ativos. A partir de 2021, o saldo de direitos creditórios retoma fôlego, atingindo patamares mais elevados e consolidando a relevância do grupo dentro do setor. Esse movimento sugere tanto maior capacidade de originação quanto do aumento da demanda por instrumentos de securitização em setores produtivos, mesmo em um ambiente de maior risco.

**Gráfico 5: Evolução de Direitos Creditórios e inadimplência FIDC Agro, Indústria e Comércio (2018- 2024)**



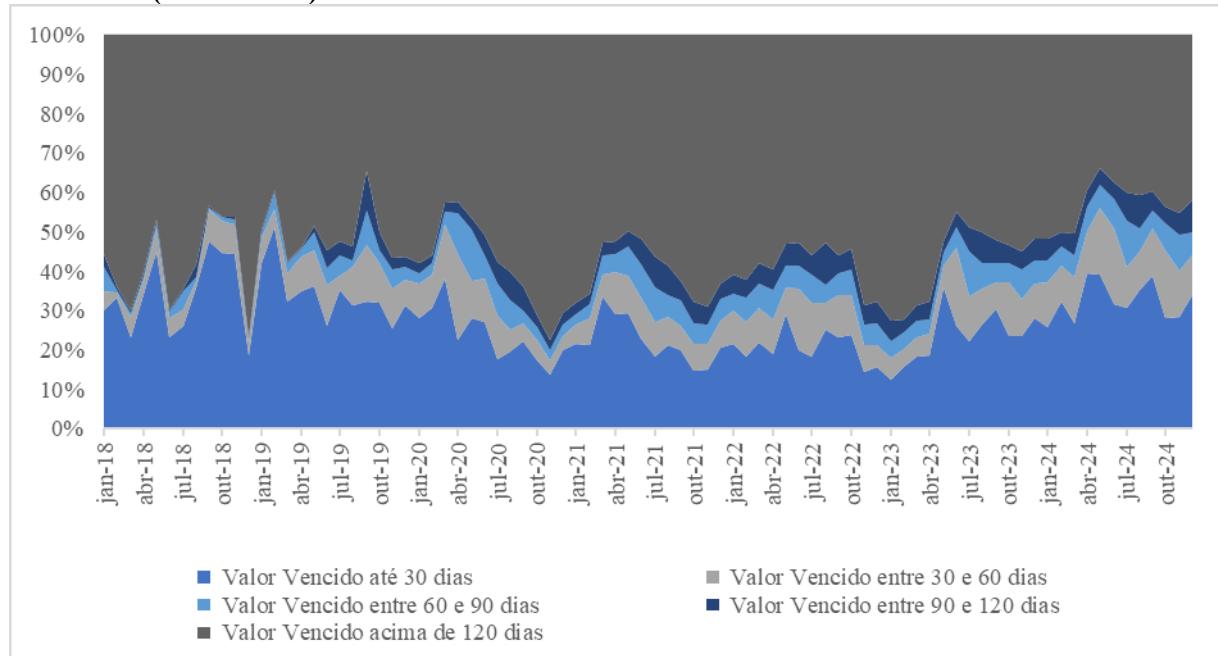
Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.  
Dados deflacionados com base dez/24.

No caso da inadimplência, o gráfico 5 ainda mostra uma tendência de alta a partir da pandemia, em linha com as dificuldades financeiras enfrentadas por empresas tomadoras de crédito. Enquanto no pré-2020 os percentuais se mantinham em patamar mais baixo e relativamente estável, após a crise a curva de inadimplência se desloca para cima, alcançando picos próximos de 7% em 2024. Esse aumento conecta-se diretamente ao ciclo de alta da Selic observado no período pós-crise, que encareceu o custo do crédito e reduziu a capacidade de pagamento das empresas, em um ambiente de inflação persistente. Essa elevação está associada

não apenas ao choque da pandemia, mas também ao efeito cumulativo do ciclo de alta de juros e da inflação persistente no período subsequente, que pressionaram o custo do crédito e reduziram a capacidade de pagamento. Esse comportamento conjunto entre inadimplência de saldo de direitos creditórios evidencia uma contradição típica de choques sistêmicos: o volume da carteira cresce, mas acompanhado por maior fragilidade na qualidade dos recebíveis.

Vale ainda destacar que o crescimento simultâneo da carteira e da inadimplência expressa a contradição central da instabilidade financeira descrita por Minsky, na qual a própria expansão ao invés de consolidar robustez, gera fragilidade, pois é sustentada por fluxos cada vez mais dependentes de condições favoráveis de crédito.

**Gráfico 6: Dispersão dos Direitos Creditórios Inadimplidos FIDC Agro, Indústria e Comércio (2018- 2024)**



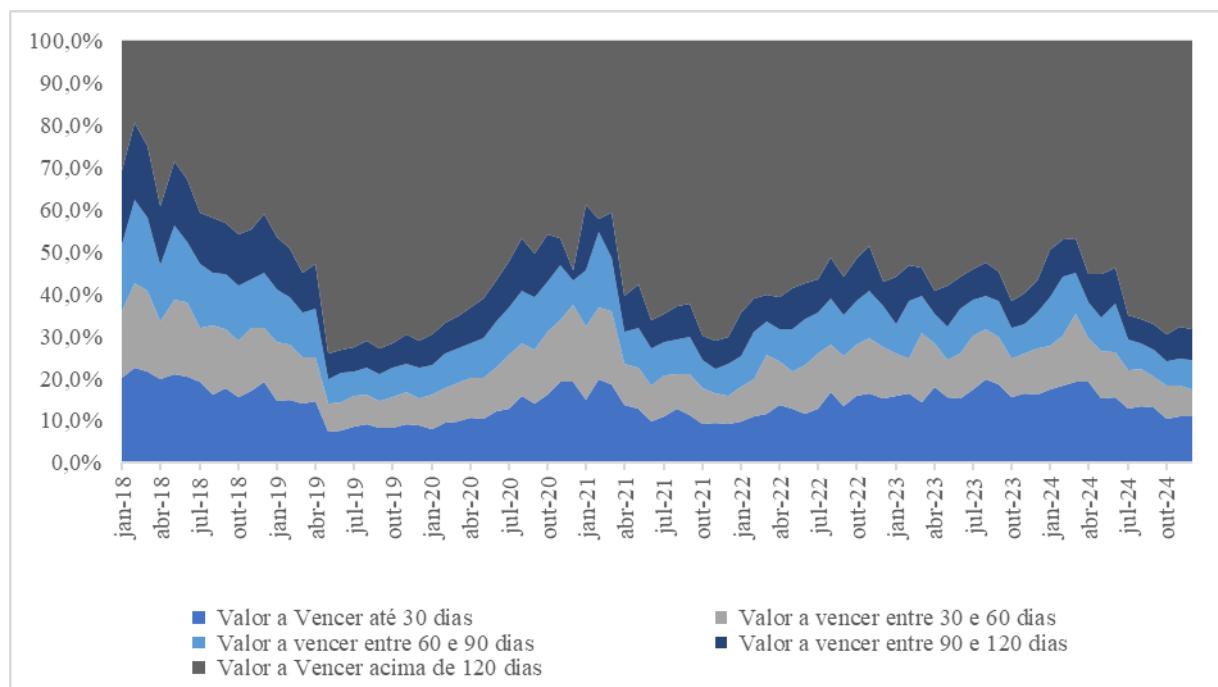
Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

A decomposição da inadimplência, apresentada no Gráfico 6, reforça essa leitura ao detalhar a dispersão dos direitos creditórios vencidos por faixa de atraso, nota-se que, embora a maior parte da inadimplência esteja concentrada em atrasos de até 30 dias, há uma tendência clara de aumento relativo das faixas mais longas a partir de 2021, sobretudo dos vencimentos acima de 90 dias, indicando que, além do crescimento do volume absoluto de direitos inadimplidos, há também um alongamento no prazo médio de recuperação, o que sinaliza deterioração na qualidade do crédito securitizado, comportamento que reflete o contexto pós-crise, em que a combinação de juros elevados e inflação pressionou o fluxo de caixa das empresas, dificultando regularizações rápidas.

Esse alongamento dos prazos de atraso conecta-se diretamente ao ambiente macroeconômico do período pós-crise: o ciclo de elevação da Selic encareceu o custo do financiamento e pressionou a liquidez das empresas, dificultando regularizações rápidas e ampliando o estoque de atrasos mais longos.

O Gráfico 5 mostrou que o montante de direitos creditórios cresceu ao longo do período, ainda que acompanhado por elevação na taxa de inadimplência, especialmente após a crise de 2020, enquanto o gráfico 6 evidenciou que, além do aumento percentual, houve também uma mudança qualitativa: os atrasos passaram a se concentrar em prazos mais longos, revelando maior dificuldade de recuperação e, consequentemente, maior risco de perda efetiva. Essa combinação entre expansão do estoque e alongamento dos atrasos expõe a tensão estrutural enfrentada pelos FIDCs Agro, Indústria e Comércio no pós-crise, em que o crescimento da carteira não significou necessariamente melhora da qualidade dos recebíveis, o que pode ser utilizado da teoria *minskyana* sobre a capacidade de um efeito exógeno a economia conseguir modificar a estrutura dos balanços das empresas e gerar tendências de crise.

**Gráfico 7: Dispersão dos Direitos Creditórios Adimplentes dos FIDC Agro, Indústria e Comércio (2018- 2024)**



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

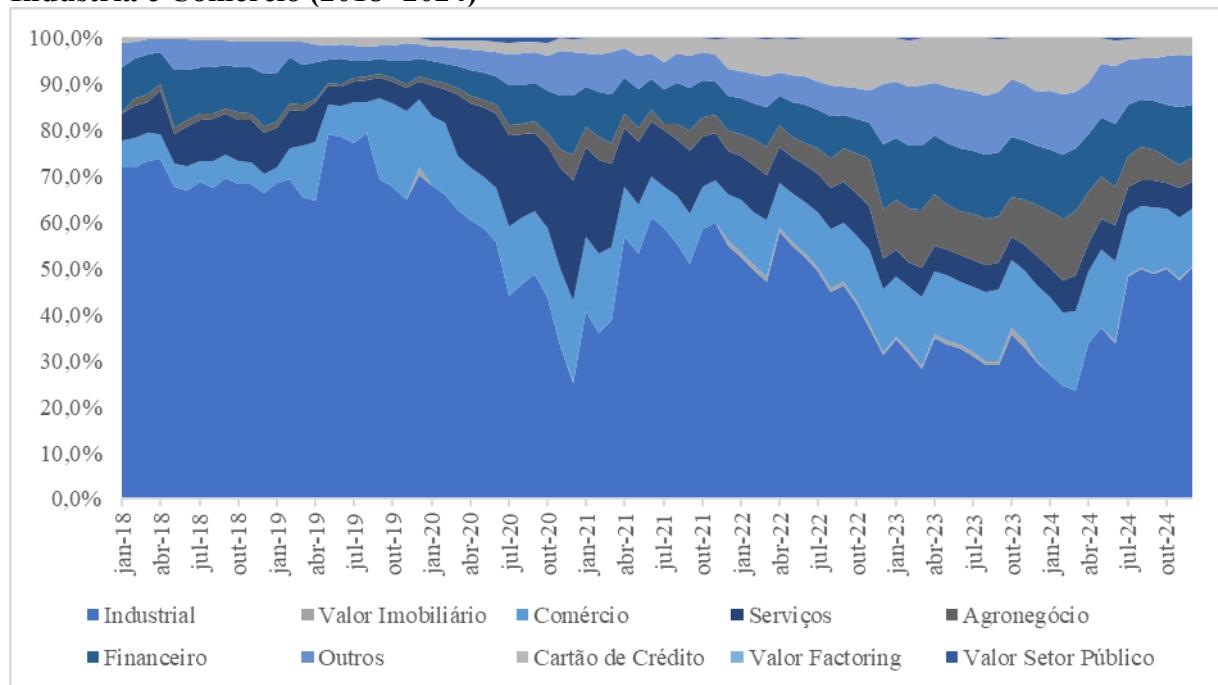
Já o Gráfico 7 acrescenta a perspectiva da carteira adimplente, mostrando como se transformou o perfil dos direitos creditórios a vencer, nesse caso, o período de 2020 a 2021 foi marcado por um claro encurtamento dos prazos, com predominância de recebíveis de até 30

dias, refletindo a maior aversão ao risco em meio à pandemia, quando gestores priorizaram operações de curtíssimo prazo para reduzir a exposição à incerteza.

A partir de 2021, porém, verifica-se reversão dessa tendência: os prazos voltam a se alongar e cresce a participação de recebíveis acima de 120 dias, o que amplia a exposição ao risco de crédito e à volatilidade macroeconômica. Ainda que os recebíveis de curto prazo mantenham peso importante, a carteira como um todo mostra-se cada vez mais concentrada em horizontes longos, reforçando o desafio de equilibrar originação, liquidez e qualidade em um cenário de juros elevados e inflação persistente.

Importa ressaltar que, pelo tipo de crédito predominante, esse segmento apresenta prazos de pagamento mais estendidos, a exemplo do setor do agronegócio, que tem características de prazo conectadas com as safras. E por essa característica vale destacar o encurtamento inicial dos prazos durante a pandemia, seguido pelo alongamento observado nos anos posteriores, que ilustra a dinâmica da instabilidade financeira de Minsky, na qual os agentes reagem defensivamente em momentos de choque, mas rapidamente retomam exposições mais arriscadas assim que percebem sinais de normalização.

**Gráfico 8: Dispersão dos Direitos Creditórios por tipo de crédito, dos FIDC Agro, Indústria e Comércio (2018- 2024)**



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

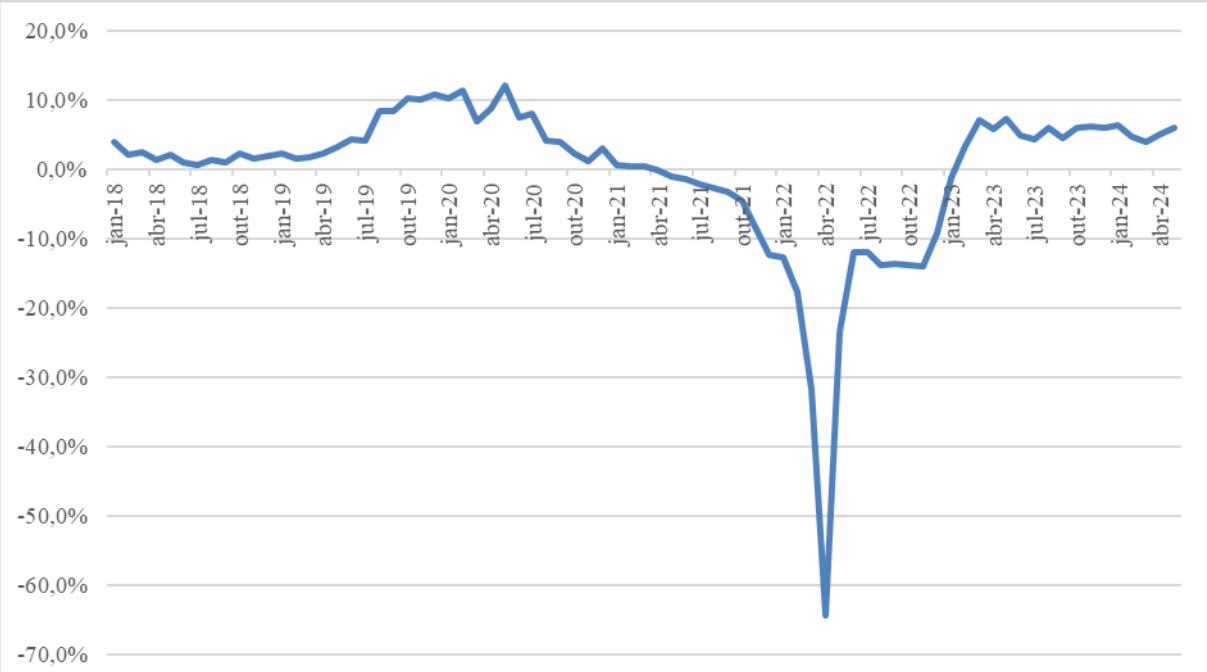
O Gráfico 8 evidencia uma mudança expressiva na composição dos direitos creditórios do FIDC Agro, Indústria e Comércio ao longo de 2018 a 2024, no qual nos primeiros anos da série, observa-se forte concentração no segmento industrial, que chegava a representar a maior

parte da carteira e sustentava o volume agregado dos fundos. Essa relação, no entanto, começa a se diluir a partir de 2020, em paralelo ao impacto da crise e às estratégias de mitigação de risco adotadas pelos gestores.

O espaço antes ocupado quase integralmente por recebíveis industriais passa a ser compartilhado por outros segmentos, como comércio, serviços, agronegócio e até créditos ligados ao setor público, que gradualmente ampliam sua participação relativa. Essa diversificação aponta para uma tentativa de reduzir a dependência de um único tipo de ativo, distribuindo o risco em diferentes setores da economia, movimento que também dialoga com a incerteza fiscal e cambial do período pós-crise, que levou gestores a buscar maior dispersão para mitigar o choque sanitário.

A centralidade do segmento industrial no Gráfico 8 tem forte razão de ser: ela é impulsionada pelo peso do FIDC do Sistema Petrobrás. Atualmente o maior fundo da classe com PL estimado em cerca de R\$ 96,6 bilhões em dezembro de 2024, o seu domínio fragiliza tentativas de alteração estrutural na dispersão industrial. Esse predomínio do Prisma Petrobrás explica por que o segmento industrial aparece com alto volume no gráfico, mesmo quando há diversificação nominal, pois, a massa crítica desses recebíveis industriais mantém o peso elevado. (NORD, 2025)

**Gráfico 9: Rentabilidade média dos FIDC Agro, Indústria e Comércio (2018- 2024)**



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

Por fim, o gráfico 9 sintetiza o comportamento da rentabilidade média dos FIDCs Agro,

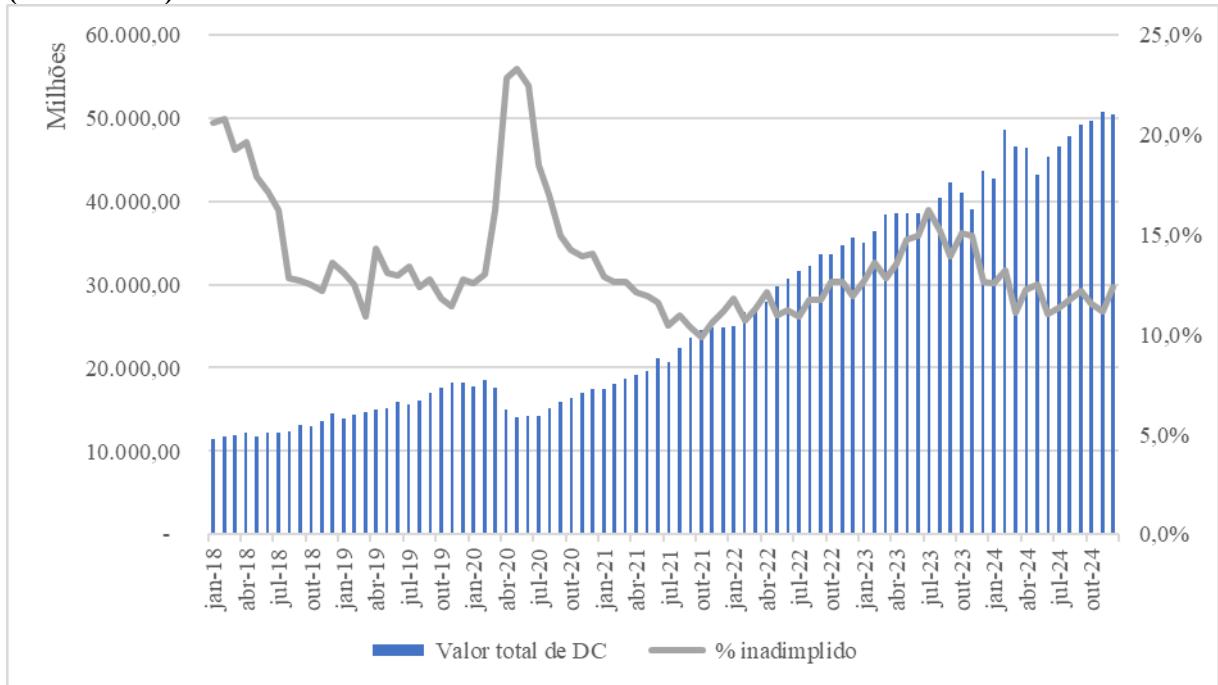
Indústria e Comércio, ponderada pelo patrimônio líquido, permitindo observar de forma clara o reflexo dos pontos discutidos nos gráficos anteriores. A trajetória relativamente estável até 2020 dá lugar a um período de queda progressiva, intensificado pela crise da pandemia e pela elevação dos riscos de crédito no setor, enquanto o ponto mais crítico aparece no início de 2022, quando a rentabilidade média registra forte resultado negativo, ultrapassando a marca de -60%.

Esse movimento extremo não reflete um comportamento generalizado de todos os fundos do segmento, mas está diretamente ligado ao desempenho do FIDC do Sistema Petrobrás, que, pelo seu elevado patrimônio líquido, exerceu influência desproporcional sobre a média ponderada. A magnitude do PL desse fundo fez com que o episódio de perda extraordinária puxasse a rentabilidade média para níveis historicamente baixos, mesmo quando outros fundos apresentavam resultados mais moderados. A recuperação posterior, observada a partir de 2022, coincide tanto com a normalização gradual do mercado de crédito quanto com a estabilização desse fundo em particular, o que devolve a curva a patamares positivos.

### **3.3 FIDC Fomento Mercantil**

Os FIDCs de Fomento Mercantil mantiveram ao longo do período analisado um crescimento contínuo, conforme gráfico 10, mas em patamares mais modestos do que os demais segmentos, sustentados pela característica estrutural de operar com carteiras pulverizadas de recebíveis comerciais de curto prazo. Essa configuração atenua os efeitos imediatos de crises mais severas, já que a rotação acelerada dos ativos reduz o acúmulo de inadimplência em prazos longos.

**Gráfico 10: Evolução de Direitos Creditórios e inadimplência FIDC Fomento Mercantil (2018- 2024)**



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

Dados deflacionados com base dez/24.

Ainda assim, a crise de 2020 deixou marcas perceptíveis, com desaceleração no ritmo de expansão do patrimônio líquido e aumento temporário da inadimplência, refletindo a fragilidade das pequenas e médias empresas que compõem a base de cedentes desse tipo de fundo. O impacto, contudo, foi menos agudo do que em segmentos diretamente expostos a setores produtivos de maior escala, o que mostra que a natureza dos créditos negociados no Fomento Mercantil funciona como amortecedor em períodos de choque sistêmico.

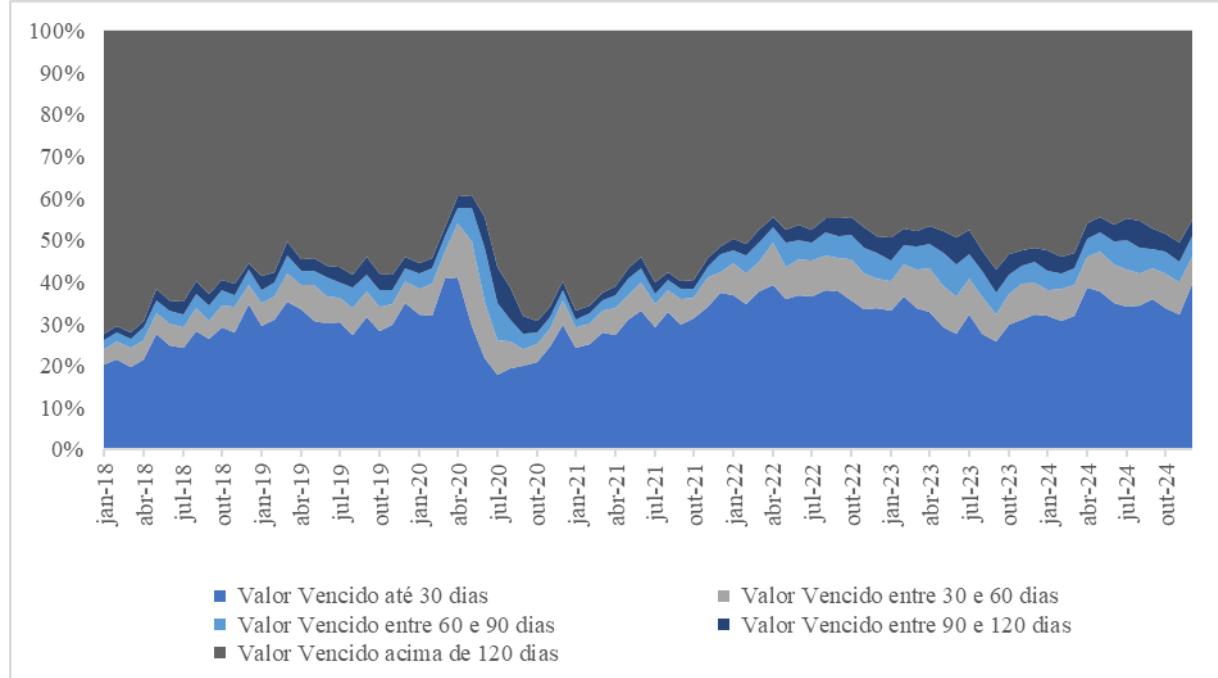
A resposta do segmento às mudanças macroeconômicas entre 2021 e 2024 mostra como a política monetária e o ambiente de inflação elevada influenciam de maneira particular esse mercado. A elevação da Selic, conforme observamos no gráfico 3, adotada para conter a pressão inflacionária, encareceu o crédito e reduziu a capacidade de pagamento de parte dos sacados, o que se traduziu em um crescimento mais lento e em maior dispersão da inadimplência no período pós-crise.

Ainda que o crescimento mais moderado tenha revelado maior prudência na originação de ativos, o segmento de Fomento Mercantil também ilustra um dilema característico da indústria de FIDCs: a convivência entre expansão e níveis relativamente altos de inadimplência. Parte da confiança dos investidores, mesmo diante desse quadro, deriva da estrutura de proteção incorporada aos fundos, que inclui mecanismos como a sobrecolateralização dos direitos creditórios, a coobrigação dos cedentes e, sobretudo, a subordinação entre cotas, que distribui

o risco de perda entre os diferentes perfis de investidores. Tais instrumentos funcionam como barreiras à propagação imediata das perdas, preservando o retorno das cotas seniores e sustentando o apetite por novos aportes. Esse arcabouço de mitigação é reforçado pela própria rentabilidade observada no mercado: as cotas seniores dos FIDCs apresentam, em média, retorno de cerca de CDI +3% ao ano, valor substancialmente superior aos fundos de investimento tradicionais e aos títulos de renda fixa, como CDBs, LCAs e LCIs, que rendem, em geral, entre 100% e 120% do CDI, conforme o emissor. Essa diferença de retorno compensa o risco adicional assumido pelos investidores e ajuda a explicar a permanência de fluxos positivos para o setor, mesmo em um ambiente de inadimplência elevada e restrição de crédito bancário. (MORE INVEST, 2024)

Por outro lado, a busca das empresas por alternativas de financiamento em um cenário de crédito bancário restrito aumentou a demanda pela antecipação de recebíveis, sustentando o crescimento do patrimônio líquido, ainda que em ritmo gradual. O resultado é um segmento que, embora não apresente a mesma aceleração dos fundos Financeiros, consolidou-se como espaço de estabilidade relativa dentro da indústria de FIDCs, diretamente condicionado pelos ciclos de juros e pela dinâmica de liquidez da economia brasileira.

**Gráfico 11: Dispersão dos Direitos Creditórios Inadimplidos FIDC Fomento Mercantil (2018- 2024)**



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

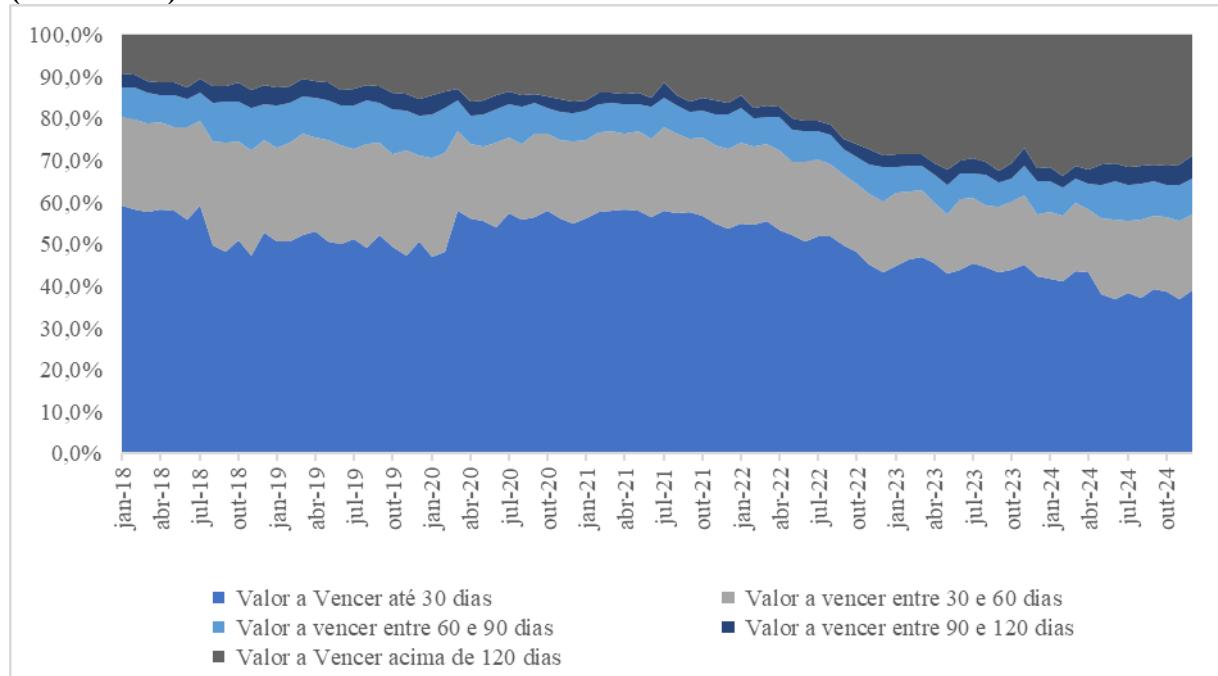
Analizando o gráfico 11, nota-se que entre 2018 e 2019, o nível de atrasos permanecia relativamente controlado, concentrado em faixas curtas de vencimento, reflexo do ambiente de

juros mais baixos e de um crescimento econômico ainda moderado, mas estável. Com a crise de 2020, no entanto, observa-se um pico na participação de créditos vencidos acima de 120 dias, revelando a dificuldade das pequenas e médias empresas em honrar suas obrigações em meio à queda abrupta da atividade econômica. Esse quadro revela a fragilização financeira de unidades econômicas e as dificuldades de rolagem de dívidas em momentos de estresse financeiro, expondo devedores a riscos, conforme descrevemos a ótica de Minsky no capítulo 2 desta monografia. Essa deterioração foi acentuada pela interrupção de cadeias produtivas e pela escassez de liquidez, ainda que em parte mitigada pelas medidas emergenciais de crédito adotadas pelo governo naquele período.

A partir de 2021, o quadro se modifica com a retomada da economia e a expansão da liquidez, mas o processo de recomposição é limitado pelo novo ciclo de alta da Selic, iniciado em 2021 e intensificado em 2022, como resposta ao avanço da inflação. Esse ambiente de juros elevados dificultou a regularização de atrasos mais longos e consolidou a participação de faixas acima de 60 dias na estrutura da inadimplência.

Mesmo assim, a dispersão permanece relativamente estável, sem oscilações extremas, o que reafirma o caráter amortecedor do segmento diante de choques sistêmicos. O aumento gradual de atrasos longos ao longo de 2022 e 2023 indica, contudo, que o setor de Fomento Mercantil não esteve imune às pressões macroeconômicas, ainda que tenha preservado resiliência em relação a segmentos mais expostos ao risco setorial.

**Gráfico 12: Dispersão dos Direitos Creditórios Adimplentes FIDC Fomento Mercantil (2018- 2024)**

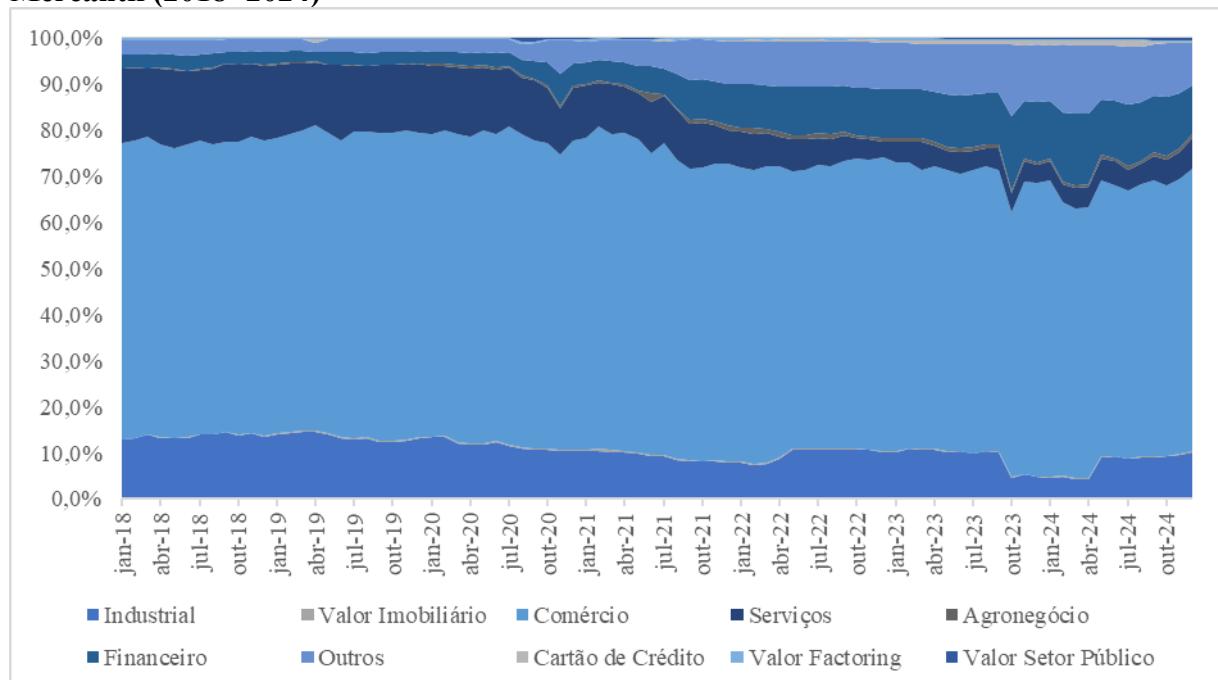


Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

O gráfico 12, por sua vez, demonstra que a dispersão dos direitos creditórios adimplentes confirma a natureza de curto prazo que caracteriza os FIDCs de Fomento Mercantil. Desde 2018, a maior parte da carteira concentra-se em recebíveis a vencer em até 30 dias, o que garante elevada rotatividade dos ativos e permite ao fundo lidar de forma mais eficiente com cenários de incerteza. Essa predominância de créditos de curtíssimo prazo funciona como mecanismo de proteção, já que reduz a exposição ao risco de inadimplência acumulada e assegura fluxo de caixa constante para os cotistas. O movimento observado em 2020 reforça que diante da pandemia e do aumento do risco sistêmico, houve manutenção do perfil concentrado nos prazos mais curtos, evidenciando a estratégia defensiva dos gestores para mitigar perdas em meio à instabilidade financeira, mais uma vez sob uma perspectiva à la Minsky.

Nos anos seguintes, houve mudanças graduais, partir de 2021, período marcado pela aceleração inflacionária e pelo início do ciclo de alta da Selic, cresce a participação de recebíveis com prazos mais longos, sobretudo acima de 120 dias. Esse alongamento reflete a pressão exercida pelo encarecimento do crédito bancário, que levou empresas a recorrerem mais intensamente à antecipação de recebíveis com prazos dilatados. Ainda que o curto prazo permaneça como núcleo da carteira, a diversificação de vencimentos introduz uma dimensão adicional de risco, pois amplia a vulnerabilidade às oscilações macroeconômicas e à inadimplência futura

### **Gráfico 13: Dispersão dos Direitos Creditórios por tipo de crédito dos FIDCs Fomento Mercantil (2018- 2024)**

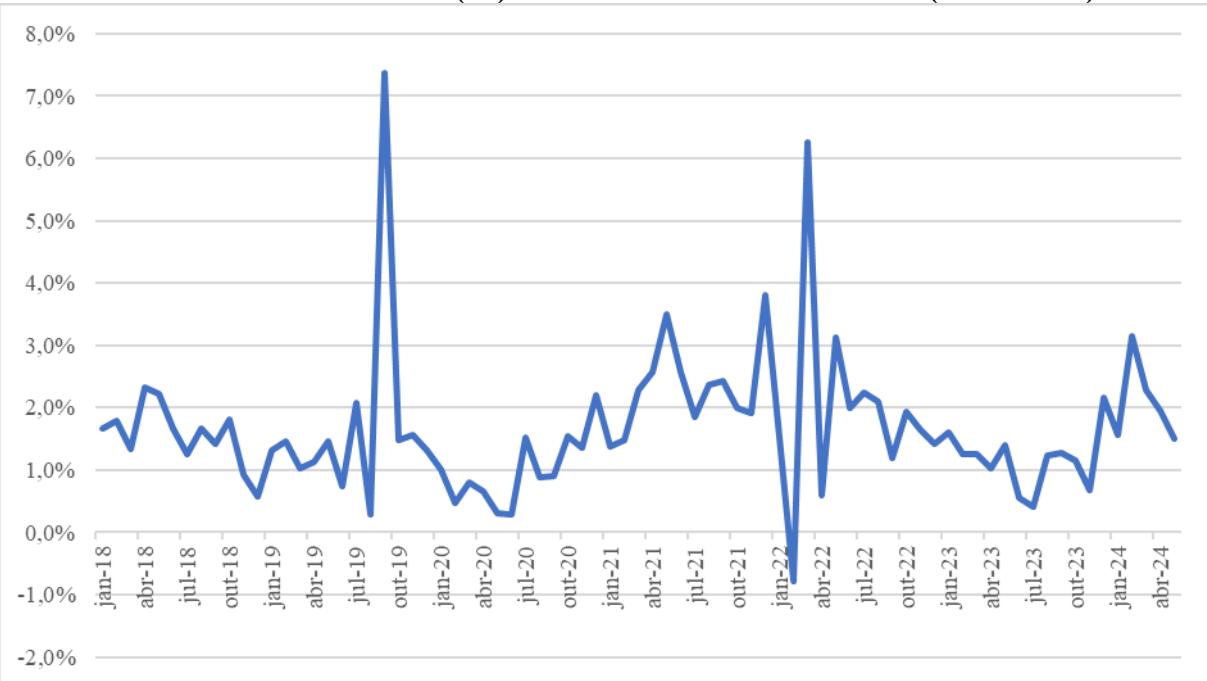


Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

A dispersão dos direitos creditórios do segmento de Fomento Mercantil, no gráfico 13, evidencia a hegemonia do comércio, que sustenta a maior parte da carteira de forma contínua entre 2018 e 2024. Essa predominância está em linha com a função estrutural do fomento, voltado para a antecipação de duplicatas e recebíveis gerados nas transações mercantis, especialmente no varejo e no atacado. Já o industrial por sua vez, mantém participação menor e estável, atuando como complemento, enquanto serviços, agronegócio e outros tipos de crédito aparecem apenas de maneira residual.

O período da pandemia de 2020 marca uma oscilação interessante: observa-se aumento pontual da participação de serviços e de créditos financeiros, reflexo da busca de liquidez por setores diretamente afetados pela queda brusca da atividade. Essa diversificação, contudo, foi temporária. A partir de 2021, o comércio recupera sua predominância quase absoluta, reforçando a identidade estrutural do segmento. Logo, os choques sistêmicos podem provocar ajustes conjunturais na composição das carteiras, mas não alteram a lógica de fundo dos FIDCs de Fomento Mercantil, que permanecem ancorados na circulação de recebíveis comerciais de curto prazo como mecanismo central de financiamento de capital de giro.

**Gráfico 14: Rentabilidade média (%) dos FIDC Fomento Mercantil (2018- 2024)**



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

A rentabilidade média ponderada pelo patrimônio líquido dos FIDCs de Fomento Mercantil, descrita no gráfico 14, apresenta um padrão de relativa estabilidade em comparação a outros segmentos, mas marcada por picos e quedas pontuais que refletem tanto o choque da

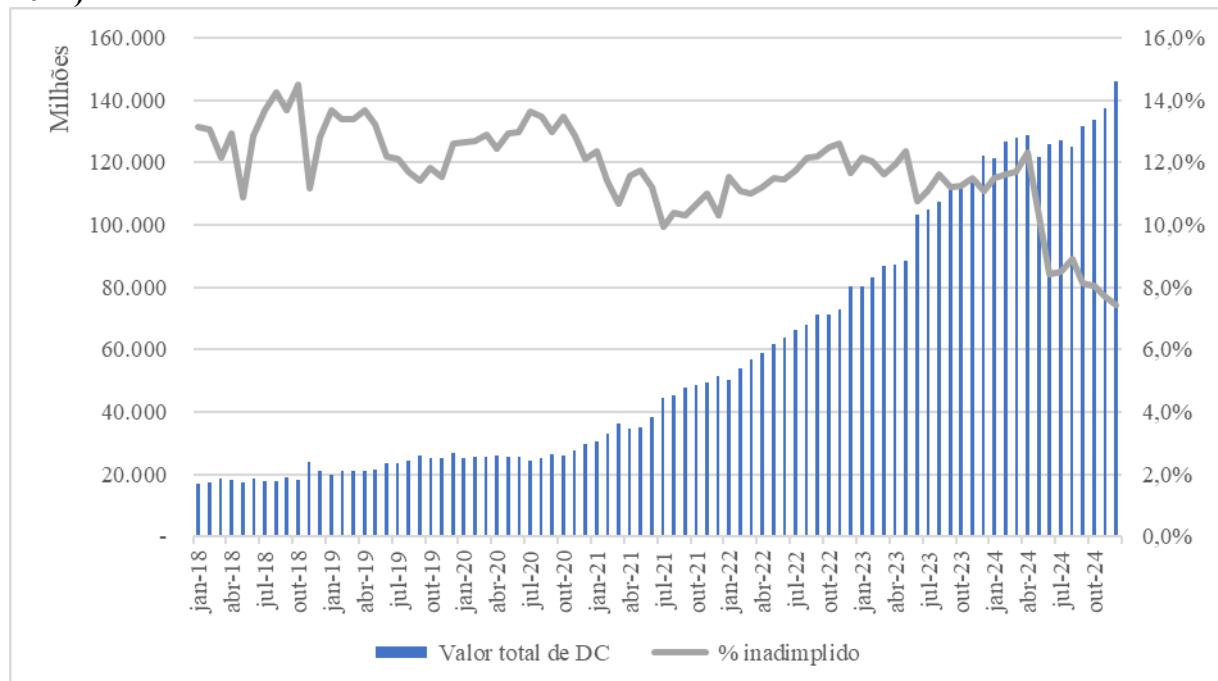
crise quanto episódios específicos de carteiras individuais. Entre 2018 e 2019, a rentabilidade permaneceu próxima de 1% a 2% ao mês, em linha com a baixa volatilidade do segmento e com o ambiente de juros em trajetória descendente. O início da pandemia de 2020 produziu um movimento atípico, com forte pico positivo seguido de queda abrupta, associado a ajustes contábeis e recomposição de carteiras em um momento de forte incerteza econômica.

Apesar das oscilações, a linha geral aponta para o fato de que o Fomento Mercantil preserva um perfil de rentabilidade consistente, reforçando sua função de segmento menos exposto a choques estruturais, ainda que não imune a pressões conjunturais.

### 3.4 FIDC Financeiro

O comportamento dos FIDCs Financeiros entre 2018 e 2024 revela uma expansão contínua do montante de direitos creditórios, especialmente a partir de 2021, quando o saldo cresce de forma acelerada e praticamente dobra até o final da série. Esse movimento indica a capacidade desse segmento de atrair recursos em momentos de incerteza, reforçando sua posição como um dos pilares da indústria de FIDCs. A lógica subjacente dessa expansão está associada ao perfil mais diversificado de recebíveis que compõem esse tipo de fundo, abrangendo operações de cartão de crédito, crédito consignado e outros instrumentos financeiros, o que lhes garante resiliência frente aos choques sistêmicos.

**Gráfico 15: Evolução de Direitos Creditórios e inadimplência FIDC Financeiro (2018-2024)**

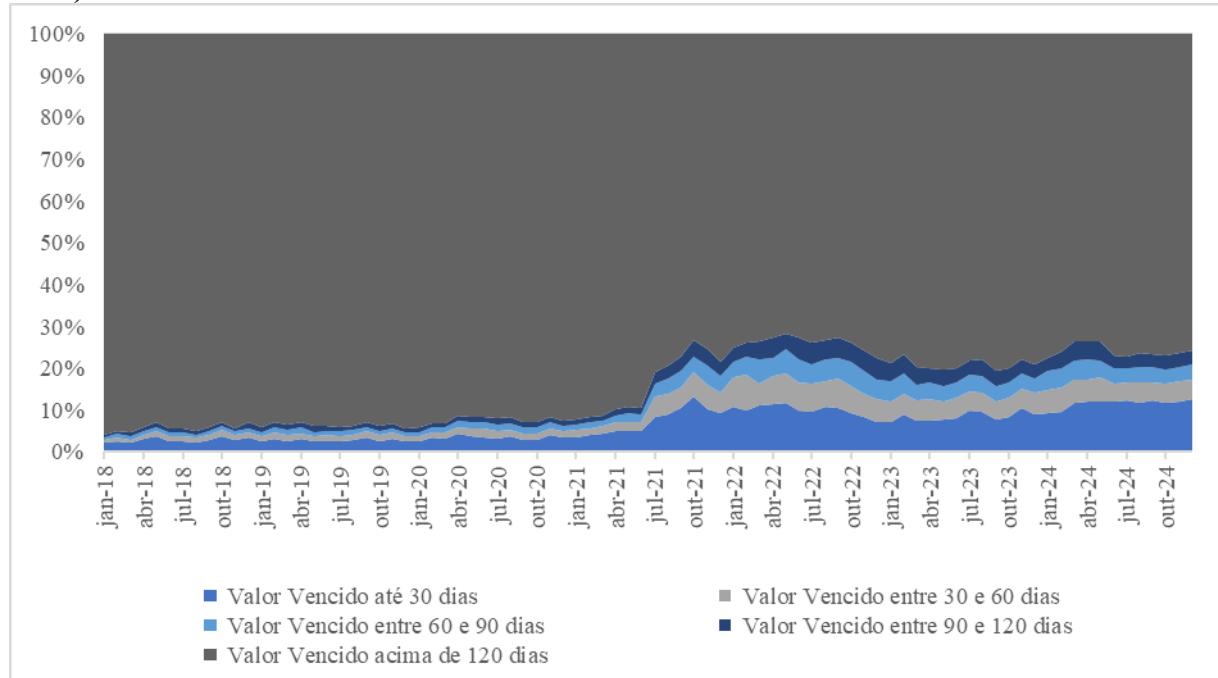


Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.  
Dados deflacionados com base dez/24.

A inadimplência, contudo, mostra dinâmica distinta, enquanto entre 2018 e 2020 os percentuais se mantêm em patamares elevados, variando entre 10% e 14%, reflexo da fragilidade do mercado de crédito brasileiro no período pré-pandemia. A partir de 2021, observa-se queda gradual e consistente, trazendo a taxa para níveis abaixo de 8%, que coincide com a maturação das carteiras formadas no período de expansão e com a melhora no perfil de risco, ainda que em um ambiente de juros elevados.

Além disso, a trajetória dos FIDCs Financeiros confirma a lógica da instabilidade financeira, na medida em que o mesmo movimento de expansão que sustentou o crescimento do patrimônio líquido elevou a exposição ao risco durante a pandemia. A redução da inadimplência no período pós-2021 não reflete apenas maior robustez estrutural, mas sobretudo a atuação do *Big Gouvernement* e a recomposição da demanda, elementos que, à luz de Minsky, representam mecanismos de estabilização temporária.

**Gráfico 16: Dispersão dos Direitos Creditórios Inadimplidos FIDC Financeiro (2018-2024)**



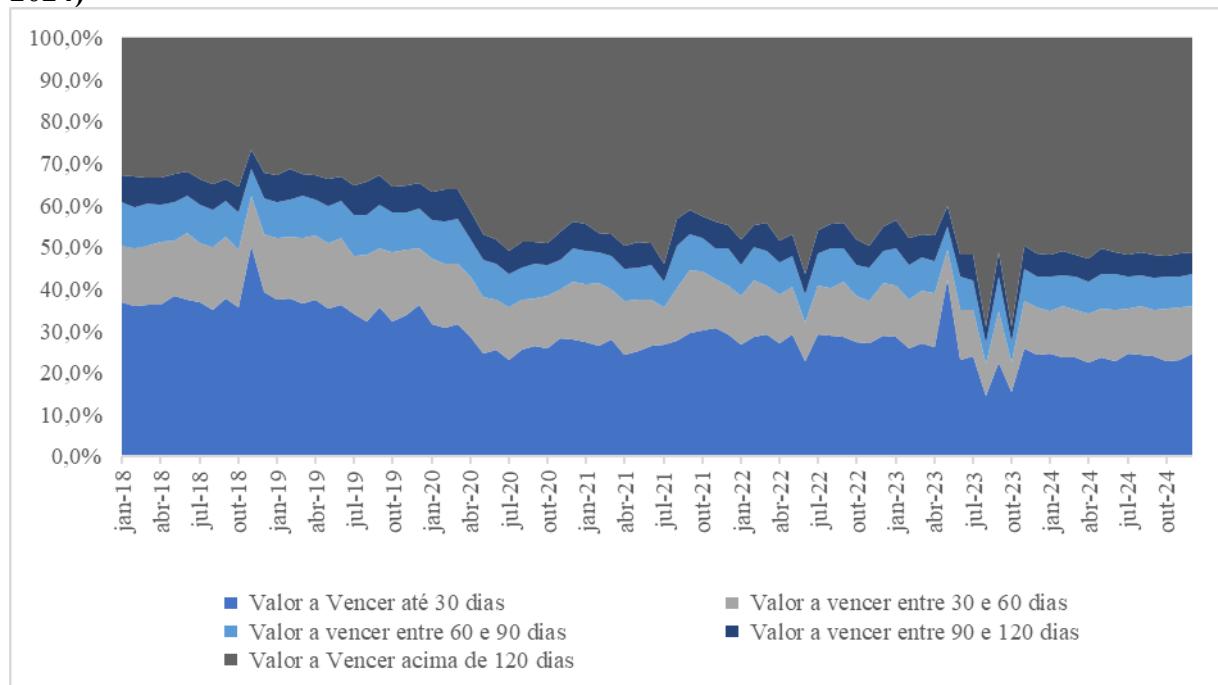
Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

A dispersão dos direitos creditórios inadimplidos dos FIDCs Financeiros mostra uma predominância dos atrasos acima de 120 dias, que representam a maior parte da carteira inadimplente em praticamente todo o período analisado. Esse padrão aponta para quando ocorre inadimplência nesse segmento, ela tende a se prolongar, dificultando a recuperação dos créditos e aumentando o risco estrutural das carteiras. A característica se relaciona ao perfil dos

recebíveis financeiros como operações de cartão de crédito e crédito pessoal que, uma vez em atraso, apresentam baixa taxa de regularização rápida, diferentemente de duplicatas comerciais típicas do fomento mercantil.

A partir de 2021, em um contexto de aceleração inflacionária e do início do ciclo de alta da Selic, observa-se aumento na proporção de faixas intermediárias (30 a 90 dias), sinalizando maior pressão sobre a liquidez das empresas em meio ao encarecimento do crédito. Essa diversificação dos prazos de atraso coincide com a recuperação da economia após a pandemia e o aumento no volume de originação, que ampliaram a exposição do segmento. No entanto, mesmo com esse alargamento da base, a faixa acima de 120 dias continua dominante, revelando que parte relevante da inadimplência se cristaliza e compromete a eficiência da recuperação.

**Gráfico 17: Dispersão dos Direitos Creditórios Adimplentes FIDC Financeiro (2018-2024)**



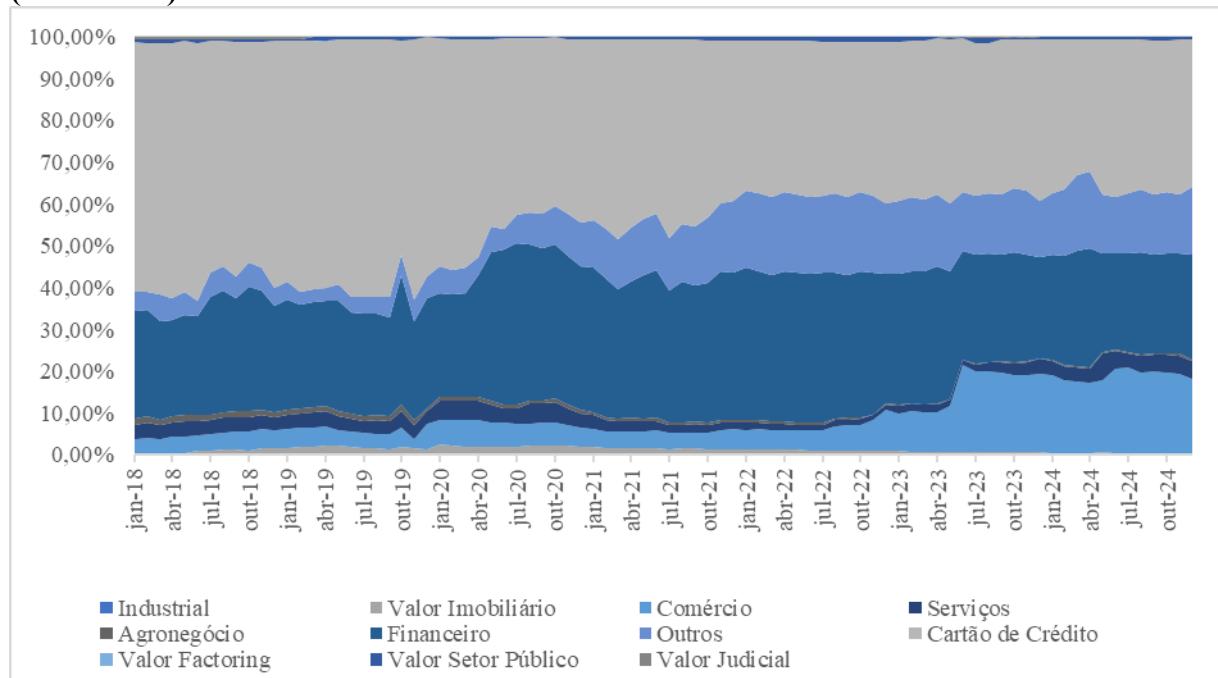
Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

A estrutura dos direitos creditórios adimplentes dos FIDCs Financeiros manteve-se relativamente estável ao longo de todo o período, sem mudanças estruturais relevantes na dispersão entre os prazos. O gráfico 17 evidencia que a carteira é composta majoritariamente por recebíveis de longo prazo, sobretudo acima de 120 dias, o que é coerente com a natureza dos ativos que compõem esse segmento, como operações de crédito pessoal, consignado e cartões.

A constância dessa distribuição ao longo do tempo reforça o perfil estrutural dos FIDCs Financeiros: mesmo diante de crises, variações de juros e mudanças na atividade econômica, o

tipo de crédito que sustenta o segmento se mantém voltado para operações financeiras de médio e longo prazo.

**Gráfico 18: Dispersão dos Direitos Creditórios por tipo de crédito dos FIDCs Financeiro (2018- 2024)**



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

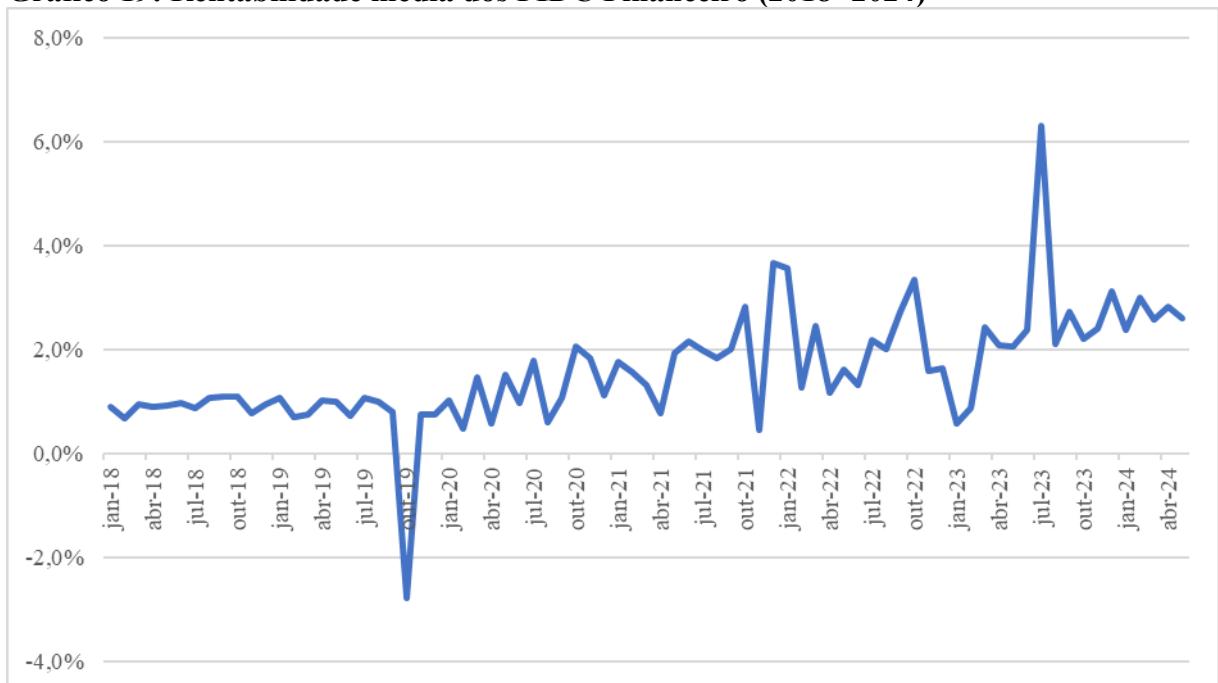
Já o gráfico 18, confirma o peso dominante das operações de cartão de crédito, que representam a maior parte da carteira em todo o período de 2018 a 2024. Essa concentração está em linha com a própria lógica do segmento, uma vez que fundos lastreados em recebíveis de cartão figuram entre os maiores da indústria, tanto pelo volume absoluto de operações quanto pela capacidade de atrair investidores em busca de retornos consistentes. Essa predominância confere estabilidade ao segmento, mas também cria uma dependência estrutural da evolução do mercado de consumo e do comportamento de inadimplência das famílias.

Além do cartão de crédito, destaca-se a participação crescente de recebíveis financeiros, que ampliaram espaço principalmente a partir de 2020, em resposta ao aumento da demanda por crédito em meio à pandemia e ao ciclo de recuperação econômica subsequente. O comércio também aparece com peso relevante, funcionando como diversificação complementar, enquanto indústria, serviços, agronegócio e setor público têm papéis marginais na composição total.

Vale reforçar que a concentração em operações de cartão de crédito evidencia a dualidade da instabilidade financeira apresentada por Minsky: ao mesmo tempo em que garante

previsibilidade de fluxos no curto prazo, também expõe o segmento a riscos sistêmicos associados ao consumo das famílias. Na leitura minskyana, essa dependência reforça a fragilidade estrutural, pois oscilações em emprego, renda ou confiança têm efeito imediato sobre o desempenho do setor.

**Gráfico 19: Rentabilidade média dos FIDC Financeiro (2018- 2024)**



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

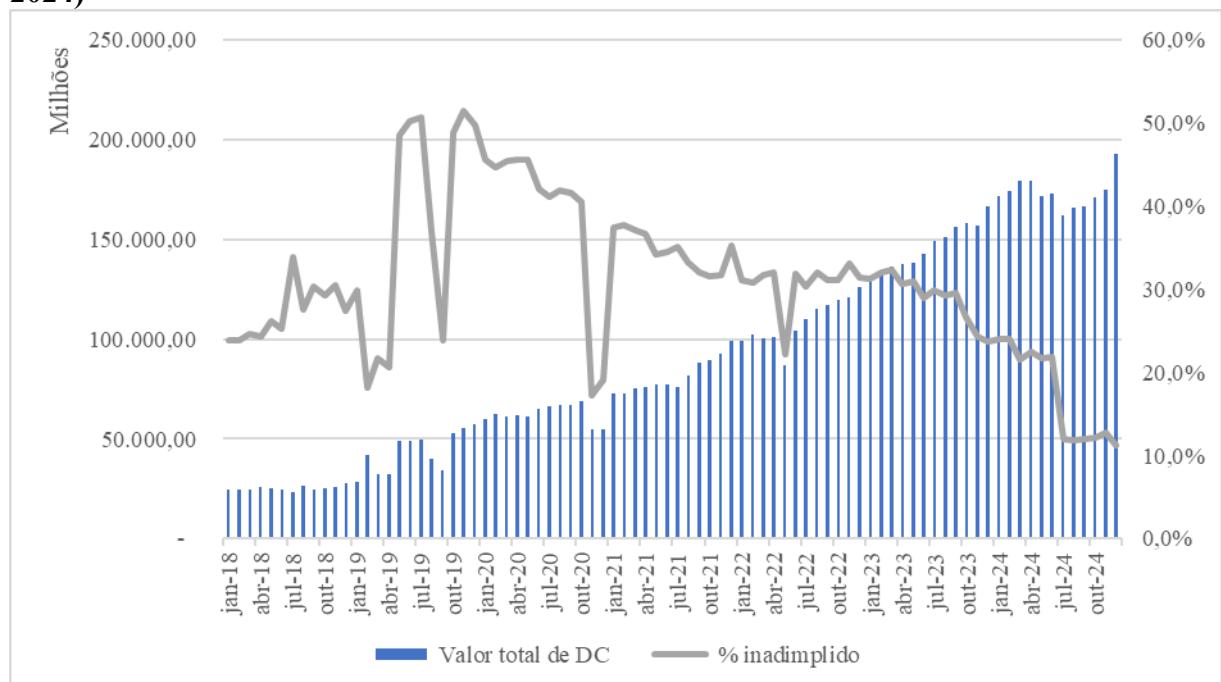
A trajetória da rentabilidade média ponderada pelo PL dos FIDCs Financeiros revela relativa estabilidade entre 2018 e o início de 2019, oscilando em torno de 1% ao mês, até a ocorrência de uma queda abrupta no segundo semestre de 2019. Esse movimento não reflete o comportamento de toda a indústria, mas está diretamente associado ao desempenho do FIDC Cielo, cujo porte elevado distorceu a média agregada ao registrar perdas expressivas. O episódio ilustra como fundos individuais de grande patrimônio líquido exercem influência desproporcional sobre a média do segmento, ainda que o restante da amostra mantenha resultados mais regulares.

A partir de 2020, já em meio à pandemia, a rentabilidade média recupera o fôlego e passa a exibir tendência de crescimento gradual, acompanhando a expansão do patrimônio líquido e a consolidação de fundos atrelados a recebíveis de cartão de crédito. Os picos de 2022 e início de 2023 refletem tanto ganhos conjunturais com a elevação das taxas de juros quanto ajustes em carteiras específicas, mas sem comprometer a trajetória ascendente.

### 3.5 FIDC Outros

O grupo de FIDCs classificados como Outros apresenta trajetória distinta em relação aos segmentos apresentados anteriormente, o patrimônio líquido e o montante de direitos creditórios evoluem de forma constante ao longo do período, conforme gráfico 20, mas em patamares menos expressivos, refletindo a menor escala desses fundos no conjunto da indústria. A expansão é visível principalmente a partir de 2021, quando o saldo cresce de forma acelerada, alcançando em 2024 valores próximos aos segmentos de maior porte.

**Gráfico 20: Evolução de Direitos Creditórios e inadimplência FIDC Financeiro (2018-2024)**



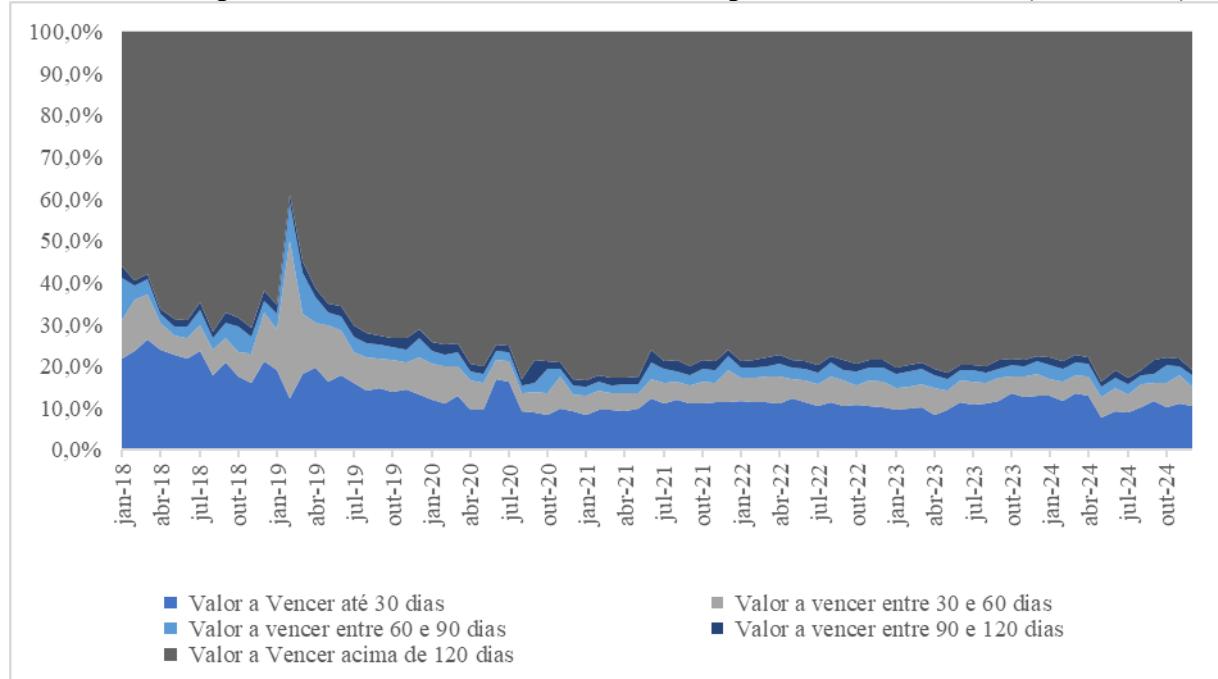
Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.  
Dados deflacionados com base dez/24.

A inadimplência, por sua vez, apresenta comportamento mais volátil, entre 2018 e 2020, observa-se elevação progressiva até atingir picos superiores a 40% em alguns momentos, sinalizando que esses fundos abrigam carteiras mais heterogêneas e, portanto, mais expostas a riscos específicos. A crise da pandemia intensifica essa vulnerabilidade, com saltos pontuais que refletem problemas de liquidez e maior dificuldade de recuperação de créditos. A partir de 2022, no entanto, há queda consistente da inadimplência, trazendo os percentuais para níveis abaixo de 15% em 2024, o que indica maior controle na qualidade do crédito.

Essa aparente dicotomia, entre a elevação dos índices de inadimplência e a continuidade do crescimento do patrimônio líquido reflete o modo como o mercado especifica o risco e mantém a confiança no instrumento. Mesmo diante de atrasos expressivos, os FIDCs do grupo “Outros” continuaram atraindo recursos, impulsionados pela percepção de que os mecanismos

estruturais de mitigação, como a subordinação de cotas, a coobrigação dos cedentes e a sobrecolateralização dos recebíveis, oferecem proteção suficiente para absorver perdas pontuais.

**Gráfico 21: Dispersão dos Direitos Creditórios Adimplentes FIDC Outros (2018- 2024)**

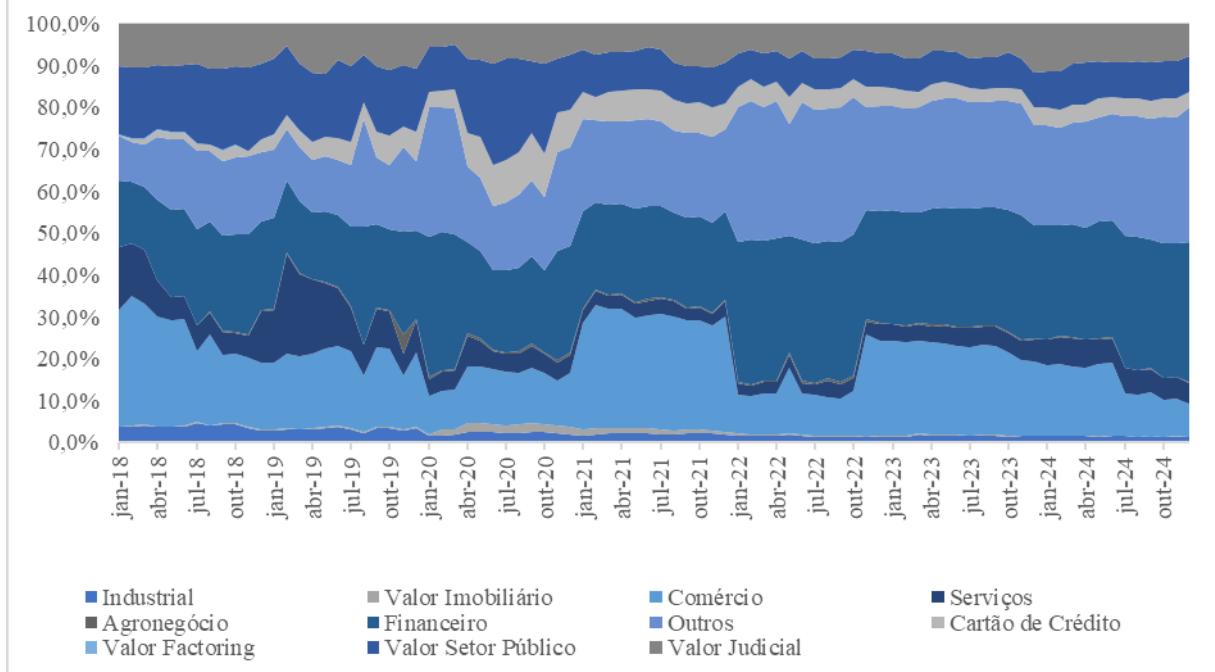


Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

Nos FIDCs classificados como Outros, a dispersão dos direitos creditórios adimplentes mostra predominância expressiva dos recebíveis com prazos acima de 120 dias, que representam a maior parcela da carteira em praticamente todo o período analisado. Esse perfil evidencia a natureza diferenciada desse grupo de fundos, mais voltado a operações de prazo estendido, o que contrasta com segmentos como o Fomento Mercantil, onde predomina o curtíssimo prazo.

No caso dos inadimplidos, o padrão reforça essa mesma característica de alongamento estrutural, no qual em toda a série histórica, mais de 80% dos recebíveis em atraso permanecem concentrados na faixa acima de 120 dias, o que revela baixa capacidade de recuperação no curto prazo. Esse dado sugere que, quando ocorre inadimplência no segmento Outros, ela tende a se cristalizar, convertendo-se em risco permanente para o fundo. O contraste entre a predominância de adimplentes também de longo prazo e a rigidez dos inadimplidos acima de 120 dias mostra que o segmento está exposto a um ciclo de risco prolongado: opera com ativos de maturação extensa e, uma vez rompida a adimplência, a probabilidade de reversão torna-se reduzida.

**Gráfico 22: Dispersão dos Direitos Creditórios por tipo de crédito dos FIDCs Outros (2018- 2024)**



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

A composição por tipo de crédito nos FIDCs Outros revela um segmento heterogêneo e profundamente marcado pelos ciclos macroeconômicos, assim, em 2018 e 2019 predominavam recebíveis industriais e imobiliários, reflexo de um período de recuperação gradual da economia em que investimentos em produção e construção voltavam a ganhar espaço. A chegada da pandemia em 2020 altera esse cenário, reduzindo a presença de créditos ligados diretamente à atividade produtiva e aumentando o peso de recebíveis financeiros e da categoria outros, que oferecem maior flexibilidade em um contexto de retração da demanda e incerteza generalizada.

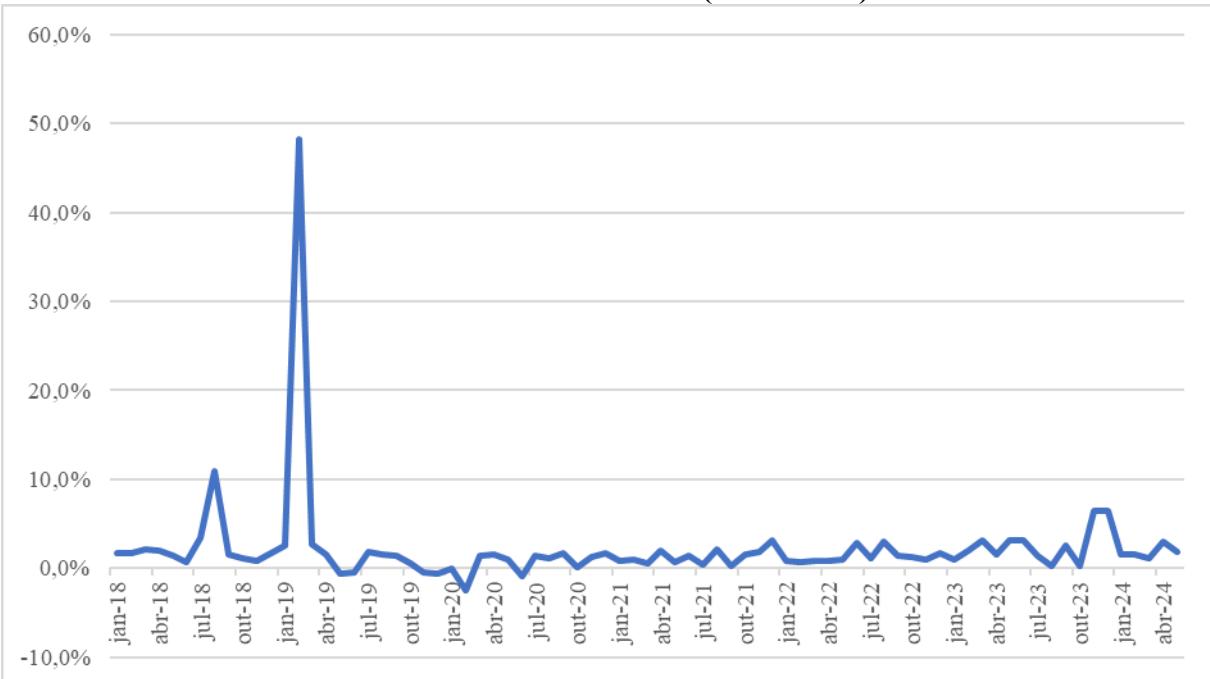
Com a retomada da economia a partir de 2021, em meio a inflação elevada e ao ciclo de alta da Selic, as carteiras passam a incorporar de forma mais intensa operações de *factoring* e recebíveis financeiros, buscando alternativas ao crédito mais caros dos meios tradicionais. Nesse mesmo período surgem com maior visibilidade créditos ligados ao setor público e judiciais, utilizados como alternativas de diversificação em busca de ativos menos atrelados ao consumo.

Nos anos finais da série, entre 2022 e 2024, a estrutura se estabiliza em torno de três blocos principais: industrial, financeiro e *factoring*, mas ainda preserva a presença residual de categorias diversas. A trajetória reforça que os FIDCs Outros funcionam como espaço de adaptação às mudanças da economia brasileira, refletindo de maneira mais direta que os demais segmentos os efeitos das crises, da política monetária e das transformações setoriais.

Além disso, a mudança na composição para créditos públicos e judiciais após 2020

revela como a instabilidade financeira desloca fragilidades de um setor para outro, sem jamais eliminá-las. Embora essa diversificação tenha funcionado como resposta conjuntural à crise, ela introduziu novas vulnerabilidades relacionadas à dependência do Estado e ao risco institucional. Na perspectiva de Minsky, trata-se de um exemplo de como a adaptação dos agentes em períodos de turbulência pode produzir apenas uma redistribuição das fragilidades, mantendo a instabilidade latente no sistema.

**Gráfico 23: Rentabilidade média dos FIDC Outros (2018- 2024)**



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da CVM e Anbima.

Por fim, o gráfico 23 demonstra como a rentabilidade média ponderada pelo PL dos FIDCs classificados como Outros é marcada por estabilidade em torno de valores próximos de zero, interrompida por movimentos pontuais de maior intensidade. O destaque ocorre em 2019, quando a curva apresenta salto expressivo, ultrapassando 50% em um único mês, comportamento que não representa a totalidade do segmento, mas decorre do peso específico do FIDC NP Vale, fundo de grande porte com patrimônio líquido em torno de 7 bilhões de reais, cuja performance isolada distorceu a média agregada.

Nos anos seguintes a trajetória volta a padrões mais baixos e lineares, sem oscilações significativas, o que reforça a heterogeneidade do grupo. O segmento Outros não possui uma base homogênea de ativos capaz de sustentar tendências consistentes de rentabilidade, mas um conjunto de fundos com características específicas, de pequeno ou médio porte, onde eventos individuais podem provocar distorções no agregado.

## Conclusão

O objetivo desta monografia foi investigar os efeitos da crise de 2020 e do período pós-crise sobre os diferentes segmentos de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), analisando a evolução da inadimplência, da composição das carteiras e da rentabilidade. Essa abordagem permitiu compreender como cada segmento reagiu aos choques provocados pela pandemia e pela subsequente reversão da política monetária, revelando diferenças estruturais relevantes e destacando a heterogeneidade da indústria de securitização no Brasil.

A teoria da instabilidade financeira de Hyman Minsky mostrou-se um referencial adequado para interpretar o comportamento dos FIDCs durante esse período. O autor argumenta que, em fases de estabilidade e crescimento, os agentes tendem a assumir riscos crescentes, o que torna o sistema mais vulnerável a choques. Essa lógica se manifesta de formas distintas entre os segmentos de fundos analisados, de acordo com o tipo de ativo subjacente, o horizonte de maturação das carteiras e a exposição setorial ao ciclo de crédito e de juros.

Nos FIDCs Agro, Indústria e Comércio, observou-se que a expansão das carteiras em um contexto de liquidez elevada foi seguida por um aumento da inadimplência e do prazo médio dos recebíveis, à medida que o ciclo de aperto monetário reduziu margens e comprometeu o fluxo de pagamentos. O padrão observado sugere uma elevação da fragilidade financeira e uma maior sensibilidade às condições macroeconômicas, especialmente após 2021.

Os FIDCs de Fomento Mercantil apresentaram comportamento mais estável, sustentados pela natureza de curto prazo e pela pulverização dos créditos. Esses fatores reduziram a exposição a alongamentos e atrasos prolongados, o que contribuiu para a manutenção de maior resiliência mesmo diante do encarecimento do crédito. Ainda assim, verificou-se, no pós-crise, um aumento gradual de atrasos longos, indicando que, em um ambiente de juros elevados, até estruturas mais conservadoras enfrentam pressão sobre seus fluxos.

Nos FIDCs Financeiros, a recuperação foi mais rápida, impulsionada pelo reaquecimento do consumo das famílias e pelo suporte de políticas fiscais e programas de renegociação, como o Desenrola. Essa retomada favoreceu a redução da inadimplência e a recomposição dos rendimentos, demonstrando que a interação entre política pública e ciclo de crédito é decisiva para conter a deterioração financeira em momentos de crise.

Já os FIDCs classificados como Outros revelaram maior vulnerabilidade estrutural, em especial nas carteiras compostas por ativos de baixa liquidez ou longa maturação. A deterioração mais intensa durante o auge da pandemia e a posterior recuperação parcial sugerem que o segmento permanece sensível a choques macroeconômicos e à volatilidade das condições de crédito, refletindo uma dinâmica de fragilidade persistente.

De forma geral, a análise indica que a crise de 2020 atuou como um teste de resiliência para os FIDCs, expondo a diversidade de estratégias e estruturas de originação que caracterizam o setor. A reação heterogênea dos segmentos reforça a validade da hipótese *minskyana* de que a estabilidade tende a gerar comportamentos de maior risco, que se tornam insustentáveis diante de choques adversos. O setor, embora regulado e diversificado, reproduz a lógica cíclica de expansão, fragilidade e recomposição descrita por Minsky.

Contudo, reconhece-se uma limitação metodológica relevante neste estudo: não foi realizada a mensuração quantitativa das posturas financeiras de Minsky (*hedge*, especulativa e *ponzi*), o que restringe a análise ao campo qualitativo. Trabalhos como o de Rolim, Cattan e Antonioli (2021), que aplicaram a metodologia de Bacic (1990) para estimar essas categorias em empresas não financeiras de capital aberto, demonstram a relevância de tal quantificação para compreender o grau de fragilidade dos agentes econômicos. No contexto dos FIDCs, a aplicação dessa metodologia permitiria construir um índice de fragilidade financeira próprio, baseado em variáveis como inadimplência, prazos médios e alavancagem, aprofundando a avaliação empírica do setor.

Assim, recomenda-se que pesquisas futuras avancem na quantificação das posturas *minskyanas* no mercado de FIDCs, contribuindo tanto para o aprimoramento da literatura sobre instabilidade financeira quanto para o fortalecimento da supervisão macroprudencial exercida pela CVM e pelo Banco Central. O desenvolvimento de instrumentos de mensuração dessa natureza representaria um passo essencial para compreender de forma mais precisa os mecanismos de vulnerabilidade e resiliência do sistema financeiro brasileiro diante de novos ciclos de crise.

## Referências Bibliográficas

- AGÊNCIA BRASIL. *Economia brasileira cresce 3,4% em 2024, maior alta desde 2021.* Brasília: EBC, 5 mar. 2025. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2025-03/economia-brasileira-cresce-34-em-2024-maior-alta-desde-2021>. Acesso em: 6 set. 2025.
- ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. *ANBIMA 15 anos: a casa do mercado de capitais.* 2024. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/noticias/anbima-15-anos-a-casa-do-mercado-e-capitais.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/anbima-15-anos-a-casa-do-mercado-e-capitais.htm). Acesso em: 19 jul. 2025.
- ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. *Classificação dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs.* Circular nº 096/2010 – SSM. Documento interno. Acesso em: 19 jul. 2025.
- ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Boletim de Fundos de Investimento. São Paulo, 2025. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/boletim-de-fundos-de-investimentos.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/boletim-de-fundos-de-investimentos.htm). Acesso em: 11 set. 2025.
- ANBIMA. *Manual e diretrizes para FIDCs: classificação e critérios de Aquisição Substancial de Riscos.* São Paulo: ANBIMA, 2023.
- BAHRY, C. L.; GABRIEL, L. F. A teoria da instabilidade financeira de Minsky: uma abordagem heterodoxa das crises financeiras. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 14, n. 1, p. 119-146, 2010.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Resultados 2021.* Brasília: BCB, 2021. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/en/publications/our\\_results\\_2021](https://www.bcb.gov.br/en/publications/our_results_2021). Acesso em: 6 set. 2025.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sistema de Séries Temporais – SGS: SELIC a.a.* Brasília: BCB, 2013–2024.
- BARBOSA, N. Ajuste fiscal e recessão: a economia brasileira em marcha à ré. *Estudos Avançados*, v. 29, n. 83, p. 7-25, 2015.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Base pública de fundos de investimento: séries mensais de FIDCs*. Rio de Janeiro: CVM, 2013–2024.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001*. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Disponível em: <https://www.in.gov.br>. Acesso em: 19 jul. 2025.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022*. Consolida as normas aplicáveis aos fundos de investimento. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm>. Acesso em: 19 jul. 2025.

DESENROLA BRASIL. Programa Desenrola Brasil. Disponível em: <https://desenrola.gov.br/novahome>. Acesso em: 6 set. 2025.

FINANCIAL TIMES. *Betting on Brazil's economic collapse is a mistake*. London: FT, 17 mar. 2025. Disponível em: <https://www.ft.com/content/874fc739-ec7f-41d6-a9a5-cdf7792ab3c9>. Acesso em: 6 set. 2025.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo*. Rio de Janeiro: IBGE, 2013–2024.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. PIB cresce 3,4% em 2024 e fecha o ano em R\$ 11,7 trilhões. Agência de Notícias IBGE, Rio de Janeiro, 01 mar. 2025. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/42774-pib-cresce-3-4-em-2024-e-fecha-o-ano-em-r-11-7-trilhoes>. Acesso em: 10 set. 2025.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *PIB cai 4,1% em 2020 e fecha o ano em R\$ 7,4 trilhões*. Agência IBGE Notícias, 3 mar. 2021. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/30165-pib-cai-4-1-em-2020-e-fecha-o-ano-em-r-7-4-trilhoes>. Acesso em: 6 set. 2025.

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *PNAD Contínua: taxa de desocupação é de 14,7% e taxa de subutilização é de 29,7% no trimestre encerrado em abril*. Agência IBGE Notícias, 30 jun. 2021. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/30165-pib-cai-4-1-em-2020-e-fecha-o-ano-em-r-7-4-trilhoes>.

[imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/31049-pnad-continua-taxa-de-desocupacao-e-de-14-7-e-taxa-de-subutilizacao-e-de-29-7-no-trimestre-encerrado-em-abril](https://imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/31049-pnad-continua-taxa-de-desocupacao-e-de-14-7-e-taxa-de-subutilizacao-e-de-29-7-no-trimestre-encerrado-em-abril). Acesso em: 6 set. 2025.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). *Carta de Conjuntura nº 54*. Brasília: IPEA, 2023. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/>. Acesso em: 6 set. 2025.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). *Carta de Conjuntura nº 56*. Brasília: IPEA, 2024. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/>. Acesso em: 6 set. 2025.

MINSKY, H. P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

MORE INVEST. *O crescimento dos FIDCs no mercado brasileiro*. São Paulo: More Invest, 2024. Disponível em: <https://www.moreinvest.com.br/artigos/o-crescimento-dos-fidcs-no-mercado-brasileiro/>. Acesso em: 5 out. 2025.

NORD INVESTIMENTOS. *Os 10 maiores FIDCs de cartão de crédito do Brasil*. Publicado em 23 jan. 2025. Disponível em: <https://www.nordinvestimentos.com.br/blog/10-maiores-fidcs-cartao-de-credito-brasil/>. Acesso em: 6 set. 2025.

OSF – Observatório de Política Fiscal. *Retrospectiva 2020*. Brasília: Fundação Getúlio Vargas, 2021. Disponível em: <https://osf.io>. Acesso em: 19 jul. 2025.

Rolim, L. N., Cattan, R., & Antonioli, J. (2021). *Fragilidade financeira das empresas não financeiras de capital aberto no Brasil entre 2010 e 2016: Uma análise setorial a partir de Minsky*. Análise Econômica, 39(78).

SILBER, S. *Fragilidade econômica e financeira na pandemia do Covid-19. Texto para discussão*, Instituto de Estudos Avançados da Universidade de São Paulo, 2020.

SILVA, A. C. da; NOGUEIRA, M. R.; COSTA, M. B. da. *Fundos de Investimento em Direitos Creditórios: fundamentos e práticas*. São Paulo: Atlas, 2010.

SILVA, W. A.; SOUSA, M. C.; BARROS, J. A. Impactos da pandemia da Covid-19 sobre a volatilidade dos mercados financeiros: uma análise comparada com a crise de 2008. *Revista de Economia e Finanças Aplicadas*, v. 9, n. 2, p. 45-67, 2021.

WALL STREET JOURNAL. *Brazil's Central Bank Raises Rates as Inflation Sticks, Credibility Falters*. New York, 3 ago. 2022. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/brazils-central-bank-raises-rates-as-inflation-sticks-credibility-falters-5a3feb26>. Acesso em: 6 set. 2025.