NOTA METODOLÓGICA · VERSÃO 1.0

O quadrante silencioso: metade do estresse em CRI não aparece nem no preço, nem no fato relevante

Reconstrução do fluxo contratado de 7.721 séries de CRI a partir de dado público, e o que ela revela sobre o que o mercado não está vendo.

Agosto de 2026 · Janela de análise: julho de 2022 a dezembro de 2025
NewEstate Participações Ltda.

7.721	1.837	49,0%	10 meses
séries de CRI no universo mapeado	com desvio crível entre contratado e pago	dessas sem sinal de preço *e* sem evento	de antecedência mediana sobre o registro formal

Por que esta nota existe

Quem carrega CRI acompanha o papel por dois canais: a marcação de preço e o comunicado da securitizadora. Esta nota mostra, com dado público, que os dois chegam tarde, quando chegam, e que existe um terceiro canal, disponível a qualquer pessoa, que chega quase um ano antes.

O método está descrito de forma que você possa refazê-lo. É essa a intenção: **a régua importa mais que o resultado**, porque é ela que separa carência contratual legítima de inadimplemento real.

A pergunta
De onde vem o dado
O funil
A credibilidade do zero
O achado central
A antecedência
Três consequências
O que esta nota não afirma
Como o argumento se encadeia
O que estamos construindo com isso

01 A pergunta

O que caracteriza estresse em um CRI? Há duas respostas possíveis, e elas discordam.

A primeira é o **padrão absoluto de pagamento**: o papel parou de pagar, logo está estressado. É a leitura intuitiva, e é a que a maioria dos detectores usa. A segunda é o **desvio do fluxo contratado**: comparar o que a série pagou contra o que se comprometeu a pagar na Tabela de Amortização e Juros vigente: o termo de securitização e todos os seus aditamentos.

A diferença não é semântica. Num piloto de validação com cinco CRIs, extraindo a TAI vigente documento a documento, o padrão absoluto errou nos dois sentidos: apontou **dois falsos positivos** em papéis que estavam em carência contratual regular, e deixou passar um caso em que o desvio estava nos juros e não na amortização.

> A RÉGUA ADOTADA
>
> A comparação contra o fluxo contratado. Tudo que segue depende dessa escolha.

02 De onde vem o dado

Nenhuma fonte proprietária. Tudo abaixo é público e citável.

FONTE	O QUE FORNECE
Informes mensais de CRI da CVM	Fluxos de rendimento e amortização por série e por mês; cadastro consolidado
FNET	Assembleias de titulares, aditamentos e fatos relevantes: os eventos documentados e suas datas
Termos de securitização	A TAI contratada e seus aditamentos (portais das securitizadoras e B3)
Spread de emissão	Prêmio sobre a NTN-B de prazo equivalente, no primário
Informes mensais de FII	Carteiras dos fundos, papel a papel

Uma restrição define a janela. Os campos de pagamento do informe mensal da CVM têm 0% de preenchimento antes de julho de 2022 e cerca de 55% depois. A janela de jul/2022 a dez/2025 não é uma escolha: é o que o dado permite.

03 O funil

ETAPA	SÉRIES
Cadastradas no universo	**7.721**
Com painel de fluxo reconstruído	6.771
Com ao menos 3 meses observados após o corte	5.606
Com desvio **crível** entre contratado e realizado	**1.837**

A palavra que carrega peso aqui é **crível**.

04 O critério de credibilidade do zero

Um mês zerado no informe pode significar duas coisas opostas: a série não pagou, ou a securitizadora não reportou. Confundir as duas é o erro que invalida a análise inteira.

Dois emissores não preenchem pagamentos em nenhuma das suas séries, 120 e 13 séries, respectivamente. E a intermitência acontece também dentro do mesmo emissor ao longo do tempo: uma securitizadora apresenta **98 séries com buraco de reporte** em períodos específicos.

> O CRITÉRIO
>
> Para cada série e cada mês zerado, verificamos se aquela securitizadora estava reportando pagamentos de **outras séries suas** naquele mesmo mês. Se estava, o zero é informação: a série não pagou. Se não estava, o zero é ausência de reporte, e o resultado sai marcado como **inconclusivo** em vez de virar um desvio.

Esse critério mudou vereditos. Num dos casos do piloto, o desvio de amortização se confirmou, mas um hiato de treze meses ficou parcialmente inconclusivo, e é assim que ele está registrado.

05 O achado central

Entre as 1.837 séries com desvio crível de fluxo:

CONDIÇÃO	PROPORÇÃO
Sem sinal de preço que sinalizasse o problema	**72,1%**
Sem evento documentado no FNET no período	**65,4%**
Sem nenhum dos dois	**49,0%**

Esse último grupo são **901 séries, ou 16,1% do universo observável**. Pagamento fora do contratado, preço intacto, nenhuma comunicação.

> O silêncio é o caso modal do estresse, não a exceção. Para quem acompanha um CRI apenas pela cotação e pelo comunicado, praticamente metade do problema é invisível.

06 A antecedência

Em **635 séries** existem os dois marcos: o desvio de fluxo e o evento documentado. Nelas dá para medir quem chega primeiro.

— O desvio de fluxo **precede** o evento documentado em **66,9%** dos casos

— Mediana de antecedência: **10 meses** (p25 = 6; p75 = 18; máximo = 47)

— Contra eventos severos apenas: 64,5% dos casos, mediana de 6 meses

Dois terços das vezes, o dado público já dizia o que o comunicado só diria quase um ano depois. Não é previsão: é leitura de um dado que já estava lá.

07 Três consequências

O prêmio de emissão não remunera esse risco

Séries que vieram a apresentar desvio saíram com spread mediano de **4,01 p.p.** sobre a NTN-B, contra **3,64 p.p.** das demais. São **36 pontos-base** de discriminação ex-ante: estatisticamente detectável (Mann-Whitney, p = 0,014), economicamente pouco. Pior: dentro do grupo que falhou, as séries que ficariam silenciosas foram emitidas com o **menor** prêmio de todos (3,18 p.p.), abaixo das que acabariam documentadas (6,16 p.p.). A seleção adversa começa na emissão, não no secundário.

O diagnóstico sobre qualidade de carteira depende da régua

Comparando o placar de **87 fundos** sob as duas réguas de preço e de fluxo, a correlação de postos é 0,692. Mas é assimétrica: quatro dos cinco piores coincidem, e apenas dois dos cinco melhores. **No terço central a correlação cai para 0,359 e perde significância (p = 0,061).** As duas réguas concordam sobre quem está claramente mal e discordam sobre todo o resto. Os fundos que pioram sob a régua de fluxo são os que carregavam crédito interrompido sem reprecificação.

E o fenômeno dobrou em três anos

A fatia das posições de CRI em carteiras de FII com desvio de fluxo vigente saiu de **8,5% em julho de 2022 para 17% a 19% em 2025–2026**. O subconjunto silencioso, sem preço e sem evento, foi de 4,7% para 6,4%. No mesmo período, o universo de fundos observados cresceu de 49 para cerca de 103.

08 O que esta nota não afirma

Por princípio, esta nota declara onde o resultado não alcança.

— **Desvio de fluxo não é default.** É divergência entre o contratado e o pago. Parte se resolve; parte é renegociação legítima ainda não formalizada; parte é falha de reporte que o critério de credibilidade não conseguiu descartar.

— **A cobertura é parcial.** Cerca de 55% de preenchimento nos campos de pagamento após jul/2022. Séries de emissores que não reportam não entram, e isso enviesa para baixo: o problema medido é o piso, não o teto.

— **A janela é curta.** Três anos e meio de fluxo. Não há ciclo completo de crédito imobiliário aqui.

— **Nada disto é recomendação.** Esta nota não avalia capacidade de pagamento futura de nenhum devedor, não atribui rating e não sugere comprar ou vender papel algum.

— **Esta nota pública não nomeia séries nem fundos.** Os resultados por papel e por carteira existem na base, mas publicá-los exige um contraditório que uma nota metodológica não comporta.

09 Como o argumento se encadeia

O estresse existe e é definível contratualmente **(§1)** → não é visível pelas fontes que o investidor de fato consulta **(§5)** → mas seria observável com quase um ano de antecedência em dado público **(§6)** → os gestores não o evitam, e o diagnóstico sobre quem é bom depende da régua escolhida **(§7)** → o preço de emissão não remunera esse risco **(§7)** → e a exposição agregada dobrou em três anos **(§7)**.

A qualidade do reporte **(§4)** limita e ao mesmo tempo integra o argumento: parte do silêncio é opacidade informacional, não apenas ausência de reprecificação.

10 O que estamos construindo com isso

O Clube CRI nasce deste dataset. A proposta de valor é o **§6**: entregar o desvio de fluxo como indicador antecedente, por papel e por carteira, junto com o extrato do que foi contratado contra o que foi pago, a precificação contra a curva e o mapa de quais fundos carregam cada papel.

> **CONTRADITÓRIO METODOLÓGICO É BEM-VINDO**
>
> Discorda do método? Foi para isso que ele está publicado. Escreva para **contato@clubecri.com.br**.

Os resultados aqui resumidos integram trabalho submetido a avaliação acadêmica. Esta nota tem finalidade informativa e **não constitui recomendação, oferta ou análise de valores mobiliários** nos termos da regulação da CVM. Rentabilidade passada não representa garantia de resultado futuro.
Clube CRI · clubecri.com.br · contato@clubecri.com.br · uma iniciativa da NewEstate Participações Ltda., CNPJ 13.046.813/0001-64, São Paulo, Brasil.