

● ARTIGO ANÁLISE

O CUSTO DA  
ASSIMETRIA DE  
INFORMAÇÃO  
NO MERCADO  
DE FIDCs

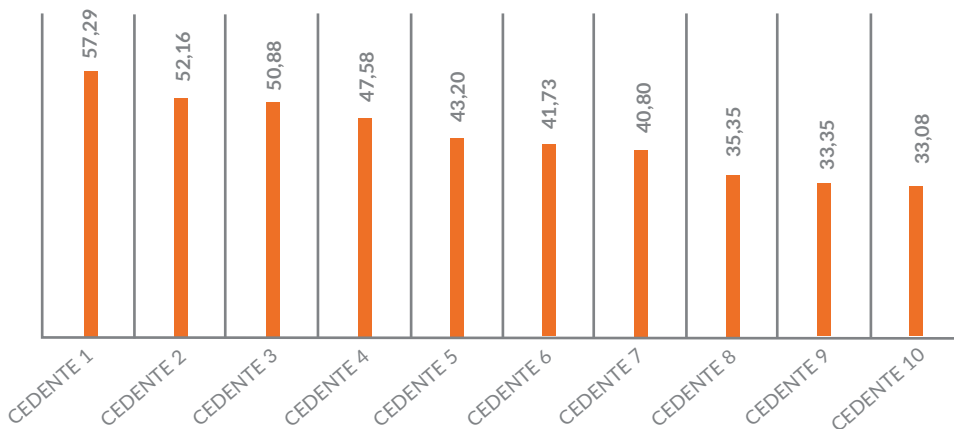
## INTRODUÇÃO

O objetivo deste artigo é demonstrar, de maneira clara e objetiva, a existência e relevância do custo de assimetria de informação no mercado de FIDCs refletida na ampla variação das taxas de descontos aplicada sobre os cedentes em FIDCs na modalidade conhecida como Multicedente/Multisacado.

De acordo com a base de dados e análise da Liberum Ratings, um FIDC Multicedente/Multisacado tradicional conta, em média, com cerca de 200 cedentes, neste estudo para fins de demonstração do problema escolhemos apenas os 10 maiores cedentes da nossa base (em termos de valor cedido e desconsiderando cedentes financeiras – emissoras de CCB) de forma a ilustrar que o problema é real e, acima de tudo, custoso.

É importante ressaltar que a Liberum Ratings conta com uma base consolidada de 18.767 mil cedentes, distribuídos em 291 fundos, 149 dos quais são Multicedente/Multisacado, além de um market-share de 58% no ano de 2022. Assim sendo, as inferências produzidas representam significativa relevância para ponto proposto. No mês de referência – dezembro de 2022 - as cedentes escolhidas somavam R\$ 435,41 milhões em direitos creditórios cedidos. A distribuição do valor cedido por cedente pode ser vista no gráfico 1 abaixo.

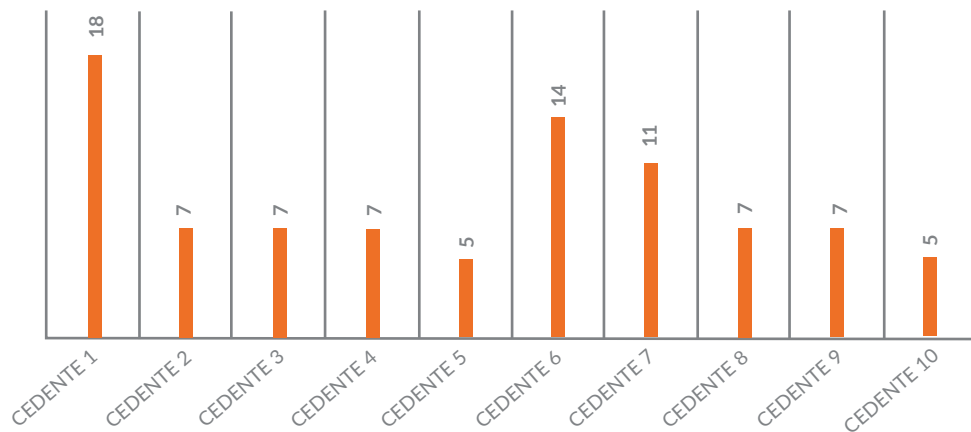
### GRÁFICO 1 – VALOR CEDIDO, R\$ MILHÕES, DEZEMBRO 2022.



Fonte: Central de Risco – Liberum Ratings.

Esses 10 cedentes, também em dezembro/22, estavam distribuídos em diversos fundos, como se pode ver no gráfico 2 abaixo. Desconsiderando intersecções, ao total, são 54 fundos envolvidos. Todos com lastro em recebíveis comerciais, i.e, Multicedente/-Multisacado.

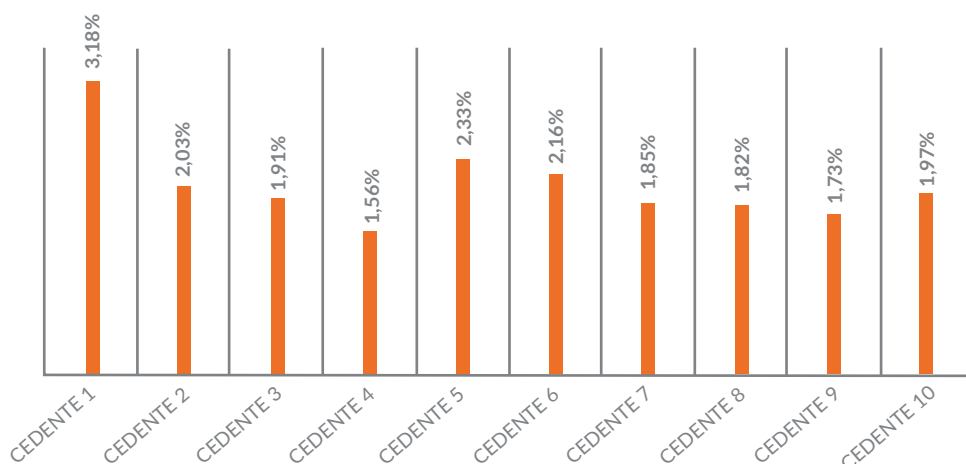
## GRÁFICO 2 – DISPERSÃO EM FUNDOS, DEZEMBRO 2022.



Fonte: Central de Risco – Liberum Ratings.

O ponto central da análise, entretanto, são as taxas de desconto praticadas em cada cedente. Em termos médios, é o que se pode observar no gráfico 3 a seguir.

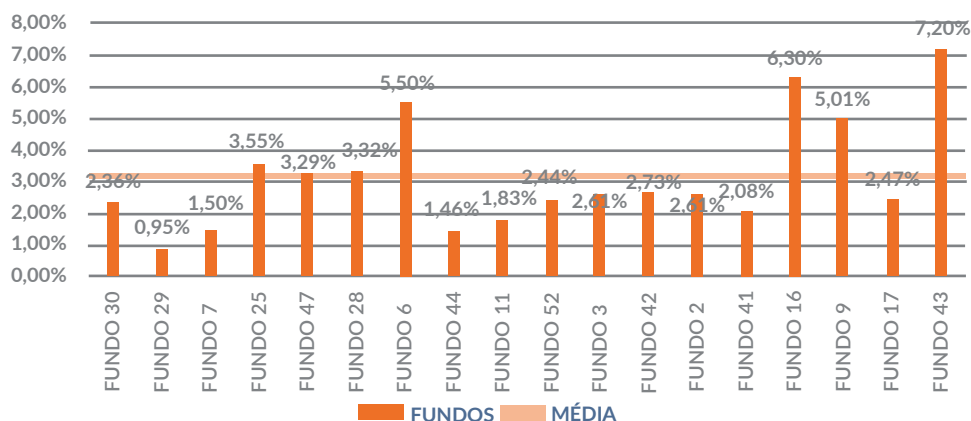
## GRÁFICO 3 – TAXA MÉDIA POR CEDENTE, AO MÊS, DEZEMBRO 2022.



Fonte: Central de Risco – Liberum Ratings.

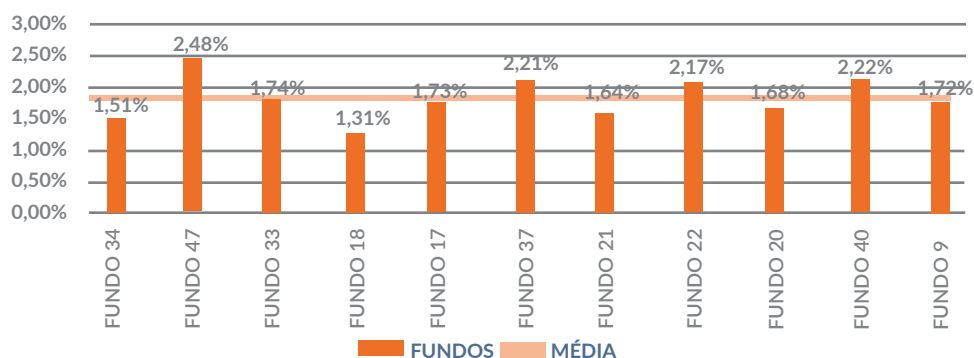
A taxa média por si só, entretanto, não é a métrica mais precisa para o evidenciar o custo de assimetria de informação dado que os cedentes se encontram dispersos em vários fundos. Assim, propomos uma segunda visão complementar, que permita a visualização da dispersão de taxas praticadas para uma mesma cedente dentro dos diversos fundos para os quais ele antecipa seus recebíveis. Por motivos de concisão e exemplificação, decidimos mostrar de maneira mais detalhada apenas aqueles cedentes dispersos em mais fundos (cedente 1,6 e 7), que podem ser vistos nos gráficos 4, 5 e 6, respectivamente.

### GRÁFICO 4 – CEDENTE 1 – DISPERSÃO DE TAXAS, DEZEMBRO 2022.



Fonte: Central de Risco – Liberum Ratings. A Média, como visto no gráfico 3, é de 3,18% a.m.

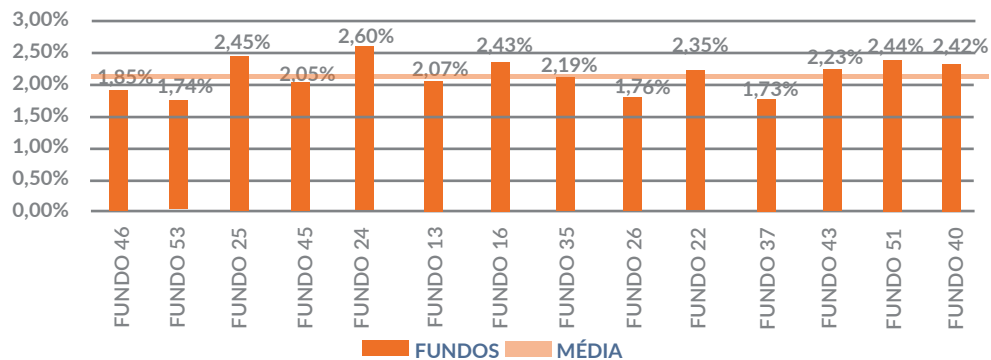
### GRÁFICO 5 – CEDENTE 7 – DISPERSÃO DE TAXAS, DEZEMBRO 2022.



Fonte: Central de Risco – Liberum Ratings. A Média, como visto no gráfico 3, é de 1,85% a.m.



## GRÁFICO 6 – CEDENTE 6 – DISPERSÃO DE TAXAS, DEZEMBRO 2022.



Fonte: Central de Risco – Liberum Ratings. A Média, como visto no gráfico 3, é de 2,16% a.m.

Como se pode observar, as taxas para um mesmo cedente apresentam uma variação significativa fundo a fundo, situando-se abaixo ou acima da média praticada no mercado. E este é precisamente o ponto focal deste artigo: acreditamos que a falta de informações suficientes acerca dos cedentes leva a uma ineficiência quando da precificação dos mesmos. Esta falta de informação acarreta custos, um custo de oportunidade, que pode ser mensurado em termos monetários (aquilo que se deixa de ganhar) e que é consequência da ineficiência de precificação causada pela informação incompleta à disposição dos consultores.

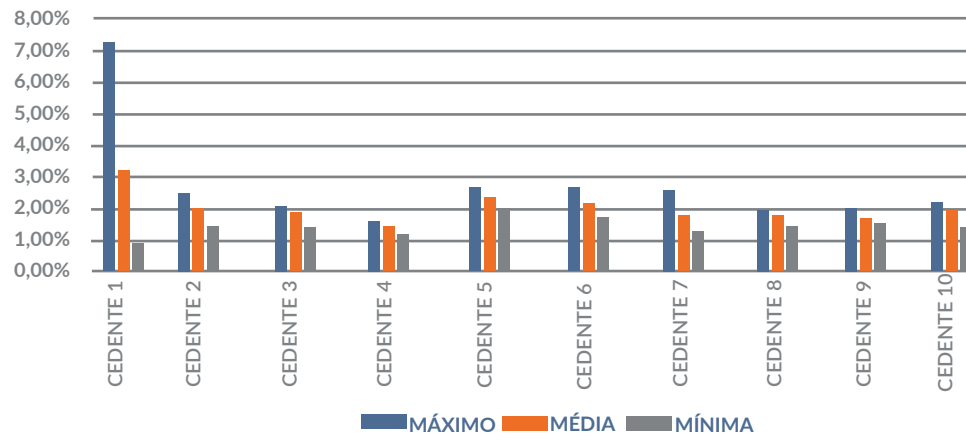
Vamos estimar esse custo mais à frente. Antes disso, convém fazer aqui uma pequena observação metodológica. Certamente, o desvio de taxas praticadas também está ligado às diferentes operações de cada cedente, mais especificamente, relacionada a condições como prazo, volume cedido, tipo de título e tipo/volume de liquidação. No entanto, a ligação da variação de taxas com esses parâmetros não anula o problema da assimetria de informação, em verdade, o reafirma. Em condições iguais dos fatores acima citados, a assimetria de informação ainda aconteceria.

Os consultores sempre tentarão precificar uma determinada cedente da melhor forma possível, considerando o seu universo de operações. A falta de uma visão geral, e de como essa cedente se comporta no mercado como um todo é, precisamente, a raiz do problema por trás das taxas. Este assunto será tratado em outros estudos pela Liberum Ratings, por ora, seguimos com o objetivo original: demonstrar a existência e o custo do problema.

Convém agora apresentar os diferenciais de taxa para todos os cedentes escolhidos. Para sermos concisos, aqui apresentamos as taxas apenas em termos de



## GRÁFICO 7 – CEDENTE 6 – DISPERSÃO DE TAXAS, DEZEMBRO 2022.



Fonte: Central de Risco – Liberum Ratings.

Como então podemos estimar, de maneira mais acurada: i) o custo desta assimetria de informação refletida nas diferenças de taxas de deságio? e ii) O quanto essa diferença nas taxas poderia potencialmente contribuir para o resultado de um FIDC?

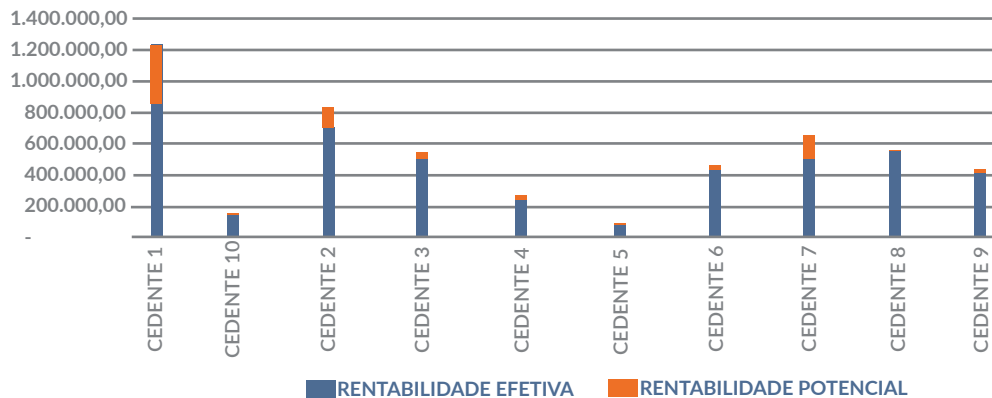
Nosso primeiro passo foi calcular a elasticidade Taxa de Desconto da Rentabilidade. Ou seja, o quão sensível é a rentabilidade (apurada na cota subordinada do FIDC) às variações da taxa de desconto praticada nas cedentes.

Utilizando uma regressão linear do tipo “log-log”, chegamos a uma elasticidade-taxa da rentabilidade de 0,8903%<sup>1</sup>. Isto significa que, em média, para a nossa amostra, o aumento de 1% na taxa de desconto deve gerar um aumento de aproximadamente 0,90% na rentabilidade acruada na cota subordinada do fundo em questão.

Com este dado em mãos, identificamos todos os fundos que, para uma determinada cedente, praticavam (na data base de dezembro/22) taxas abaixo da média de mercado desta mesma cedente, reajustamos as taxas para serem equivalentes à média e calculamos a rentabilidade “perdida” (aquilo que se deixou de ganhar – o custo da assimetria de informação quanto a taxas) dada a elasticidade previamente calculada. Podemos observar os resultados calculados por cedente no gráfico 8 abaixo.

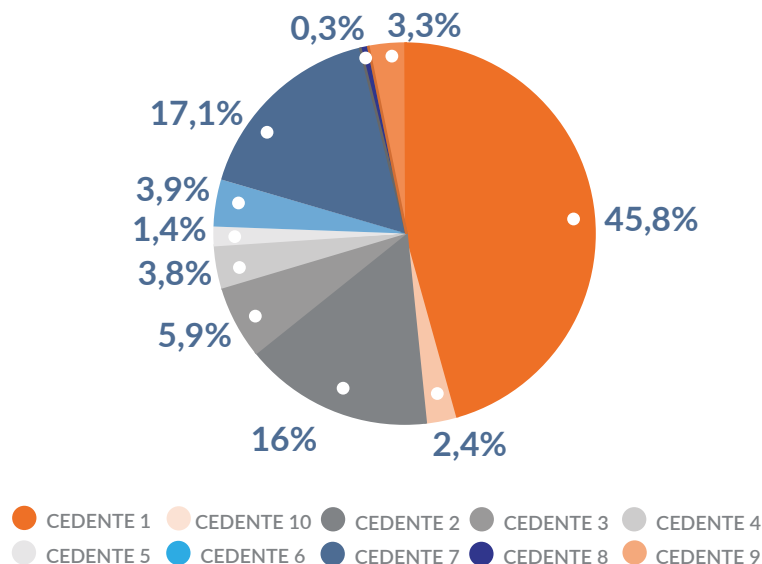
<sup>1</sup>Os dados utilizados para a regressão foram apenas das 10 cedentes objeto de estudo deste artigo, bem como os fundos nos quais estas cedentes descontam recebíveis.

## GRÁFICO 8 - RENTABILIDADE EFETIVA E POTENCIAL, POR CEDENTE, DEZEMBRO 2022.



Ao todo, considerando os 10 cedentes selecionados, estimamos um custo de R\$ 785 mil somente no mês de dezembro/22 e considerando apenas uma elevação das taxas do intervalo abaixo da média para a média. Como podemos perceber, o custo de oportunidade, apesar de existir para todos os cedentes em maior ou menor grau, aparece com maior importância em alguns cedentes específicos. Abaixo podemos ver a participação percentual de cada cedente no custo da informação estimado para dezembro:

## GRÁFICO 9 - PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL NA RENTABILIDADE POTENCIAL POR CEDENTE, DEZEMBRO 2022.

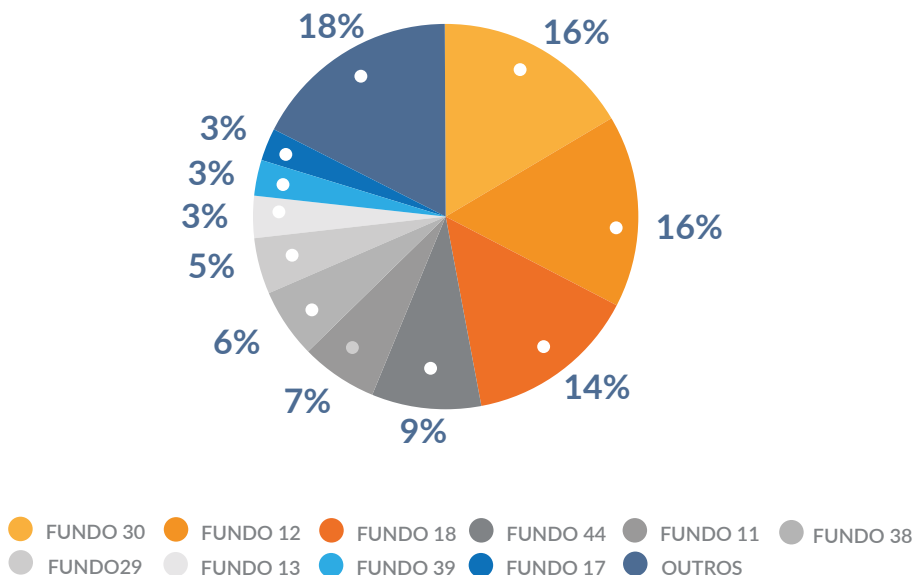


Também podemos observar o custo de oportunidade por fundo, considerando a diferença de abaixo da média x média das taxas. Como se tratam de 54 fundos, para que a visualização fique mais clara decidimos por exibir aqui apenas os 10 fundos mais afetados tanto em termos nominais (gráfico 10) como em termos percentuais (gráfico 11).

### GRÁFICO 10 – RENTABILIDADE POTENCIAL POR FUNDO, DEZEMBRO 2022, EM R\$



### GRÁFICO 11 – PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL NA RENTABILIDADE POTENCIAL POR FUNDO, DEZEMBRO 2022.

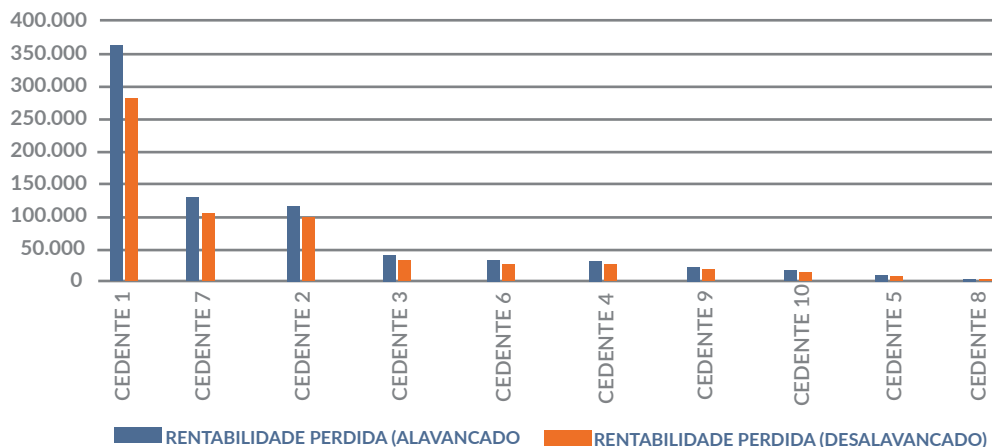




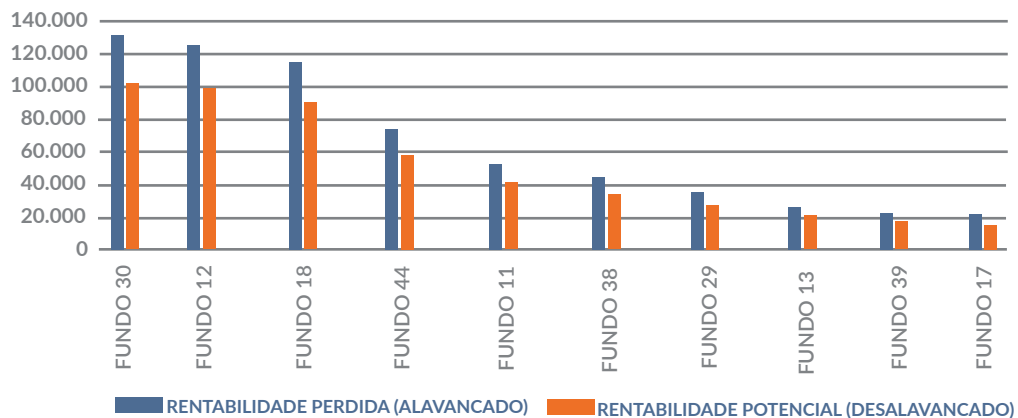
Digno de nota, ainda neste tópico, é o papel desempenhado pela alavancagem quando se trata do custo de oportunidade. A Liberum estimou a mesma regressão “log-log”, para os mesmos cedentes e fundos, mas considerando um cenário sem alavancagem. Isto é, aplicando um ajuste à rentabilidade apurada em um cenário onde a participação do patrimônio subordinado júnior no PL total fosse de 100%. Sem surpresas, a elasticidade taxa da rentabilidade desalavancada foi menor do que a anterior, alcançando 0,7041%.

O custo estimado neste cenário foi de R\$ 621 mil, volume 21% menor do que a perda estimada no cenário real, com alavancagem. A distribuição dos custos neste cenário pode ser vista nos gráficos 12 (por cedente) e 13 (por fundo).

### GRÁFICO 12 – RENTABILIDADE POTENCIAL, ALAVANCADO E DESALAVANCADO, POR CEDENTE, R\$, DEZEMBRO 2022.



## GRÁFICO 13 – RENTABILIDADE POTENCIAL, ALAVANCADO E DESALAVANCADO, R\$, POR FUNDO, DEZEMBRO 2022.



Em última instância, o objetivo da análise é demonstrar que a assimetria de informação quando da precificação de cedentes em um FIDC existe, e representa um custo aos consultores e gestores do mercado de FIDCs. Ainda, os efeitos desse problema são potencializados pela alavancagem, o que coloca os originadores em uma situação duplamente desafiadora: precificar corretamente seus cedentes, especialmente se alavancado, visto que o custo da má precificação aumenta vis-à-vis à alavancagem, fora o custo do *funding* em si.

A Liberum Ratings acredita que é essencial o alerta sobre a significativa diferença entre as taxas e o consequente dilema da assimetria de informação. Os consultores de FIDCs, com suas respectivas áreas de risco e análise devem sempre desenvolver e aperfeiçoar suas metodologias de precificação, visto que a própria viabilidade e sustentabilidade do negócio podem estar em jogo.

## SOBRE A LIBERUM RATINGS

**1<sup>a</sup>** em número de ratings de FIDCs**7<sup>o</sup>** ano consecutivo como líder**48%** de market share**Top 3** em volume financeiro

Dedicada exclusivamente à avaliação de produtos financeiros, a Liberum Ratings emite classificações de risco de ativos financeiros, análises que seguem metodologia própria. Fundada em 2011, tem origem brasileira, sede em São Paulo e sócios isentos de qualquer vínculo com grupos econômicos.

É signatária do Pacto Global das Nações Unidas e do *Principles for Responsible Investment* (PRI), também da ONU, que visa a incentivar a abordagem de aspectos socioambientais e de governança corporativa na tomada de decisão de investimentos, o que inclui as análises emitidas pela indústria de rating. É ainda, a única empresa do setor, no País, que é *Carbon Free*, uma vez que compensa as emissões de gás de efeito estufa (GEE) de suas operações.

## AUTORES:

Henrique Pinheiro Campos

José Marcos de Oliveira Redighieri