

# Desafios do mercado *high yield* de CRIs e CRAs: Quais os riscos não convencionais?

25 de abril de 2023

*Este relatório não constitui uma ação de rating.*

Operações de crédito estruturado e securitizações, em geral, abrangem um conjunto de instrumentos e estruturas que visam mitigar riscos específicos, como o risco de crédito de um devedor ou cedente. A regulação das securitizações é continuamente atualizada e busca endereçar diversos tipos de riscos diretos e indiretos. Em artigos recentes, a S&P Global Ratings abordou riscos típicos que avalia em estruturas tradicionais de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e do Agronegócio (CRAs) (vide a seção “Artigos Relacionados”).

No entanto, algumas transações na indústria de certificados de recebíveis podem apresentar certas situações incomuns com potenciais impactos importantes para os investidores diretos ou indiretos, como por exemplo, investidores de Fundos de Investimentos Imobiliários ou de Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (FIs ou Fiagros). Dentre essas situações, destacamos:



Participantes correlacionados podem criar **conflitos de interesses**



Assembleias de investidores em que **poucos decidem por muitos**



Originação própria de fundos de papel também pode trazer **riscos adicionais**



Estruturas de garantias com exposição elevada ao **risco de execução e de mercado**

## CONTATOS ANALÍTICOS

### Marcus Fernandes

São Paulo  
55 (11) 3039-9743  
marcus.fernandes  
@spglobal.com

### Victor Nomiya, CFA

São Paulo  
55 (11) 3039-9764  
victor.nomiya  
@spglobal.com

### Leandro Albuquerque

São Paulo  
55 (11) 3039-9729  
leandro.albuquerque  
@spglobal.com

## Desafios do mercado high yield de CRIs e CRAs: Quais os riscos não convencionais?

Entendemos que as situações acima podem expor os investidores aos seguintes riscos:



Estruturas ineficientes



Falta de transparência



Precificação de riscos inadequada



Viés de originação



Risco de liquidez



Risco de crédito

Acreditamos que tais situações, quando presentes, devam impactar uma parcela das operações de CRIs e CRAs de maior risco, os chamados *high yield*\*. Dessa forma, avaliamos que essas operações representam uma fração não majoritária do total de emissões do mercado de certificados. De acordo com dados do Valor Investe e Bloomberg, fundos de CRIs com ativos *high yield* representaram cerca de 20% do IFIX, principal índice de fundos imobiliários da B3 em 2022.

\*O mercado brasileiro tem chamado de operações *high yield* as emissões com visão de risco maior e spreads elevados, sendo geralmente dívidas privadas, não classificadas e com pouca padronização. Dessa forma, entendemos que a definição de *high yield* no mercado local incorpora alto grau de subjetividade. Nos mercados desenvolvidos, essa convenção é mais padronizada, tratando-se de emissões corporativas classificadas com rating abaixo de 'BBB-' na escala global, possuindo *yields* e estruturas mais comparáveis. Em nossa visão, tal fato sugere que o *high yield* brasileiro pode ser substancialmente mais arriscado que o dos mercados desenvolvidos.

Além disso, consideramos que algumas dessas situações, isoladamente ou em conjunto, podem resultar em práticas de originação e em estruturas não tradicionais. Em última instância, elas expõem as operações a riscos que potencialmente não teriam o mesmo impacto em transações similares.

## Desafios do mercado high yield de CRIs e CRAs: Quais os riscos não convencionais?

Em 2022, foram emitidos mais de R\$ 50 bilhões em CRIs e R\$ 40 bilhões em CRAs, segundo dados da ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Esses volumes representam crescimento de 49% e 62%, respectivamente, em relação ao total emitido no ano anterior. O forte ritmo de expansão dessa indústria aumenta também o potencial de emissões de operações mais complexas ou com estruturas atípicas e que podem estar sujeitas a riscos como os que descrevemos neste artigo.

Gráfico 1

### Volume de emissões de CRAs e CRIs (R\$ bilhões)



Fonte: ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

Apesar do maior acesso a informações, o que também refletiu o avanço da indústria de CRIs e CRAs, ressaltamos a importância de um conhecimento sólido de todos os aspectos de uma operação no processo decisório do investidor. Fatores como o histórico operacional dos participantes, disponibilidade de informações do originador e devedores, e a clareza da linguagem dos documentos que regem a securitização podem auxiliar a identificar alguns dos riscos. Observamos também uma inconsistência relevante quando comparamos o nível e a qualidade das informações de transações providas por diferentes participantes, como por exemplo agentes fiduciários e securitizadoras, o que impacta o acompanhamento do desempenho das operações pelos investidores.

Além disso, os investidores podem ter uma exposição indireta aos CRIs e CRAs através dos FII e Fiagros, que alocam os recursos dos investidores nessas classes de ativos. Dessa forma, é fundamental avaliar também as políticas e o processo de decisão de investimento dos gestores dos fundos, as regras de *compliance* praticadas, e potenciais conflitos de interesse no processo de investimento e monitoramento dos ativos.

A seguir, apresentamos em mais detalhe nossa visão de risco sobre cada uma das situações em questão.



Participantes correlacionados podem criar **conflitos de interesses**

Riscos relacionados:



*Estruturadores, securitizadoras, devedores e/ou gestores de fundos que façam parte de uma mesma operação e pertençam a um mesmo grupo econômico ou partes relacionadas aumentam o risco de conflitos de interesses.*

No universo de certificados de recebíveis, certos participantes assumem papéis que representam diretamente os interesses dos investidores finais. Temos observado um crescente volume de operações em que diversos participantes pertencem a um mesmo grupo econômico ou partes relacionadas, ou que possuem estruturas societárias cruzadas, e assumem papéis potencialmente conflitantes. Algumas relações podem ser indiretas e se ocultar atrás de diversas camadas de uma estrutura societária complexa. Isso pode expor os investidores a riscos como:

- **Estruturas e políticas inadequadas:** Conflitos de interesse podem se refletir em originação de direitos creditórios viesados, no qual os riscos associados aos devedores ou originadores/cedentes podem não estar totalmente refletidos nas características estruturais da operação, nem serem adequadamente mitigados por ela.

Até mesmo o tempo de resposta para eventos de inadimplemento, desenquadramento ou irregularidades documentais e de formalização de lastro e garantias pode ser afetado por conflitos de interesse entre os participantes.

- **Falta de transparência:** Participantes correlacionados operando dentro de uma mesma estrutura de securitização que tenham conflitos de interesse podem gerar uma menor qualidade, quantidade e tempestividade da divulgação de informações aos investidores. Isso inclui transparência sobre processo decisório, dados de desempenho, dados de participantes chave da operação, detalhamento das decisões em assembleia de investidores, etc.

### Considerações relevantes:

- **Documentos da operação:** Identificar participantes, funções e obrigações, além da suficiência de proteções e controles contra deterioração de desempenho.
- **Estrutura societária:** Abertura da estrutura societária dos principais participantes das transações.
- **Relatórios gerenciais ou de desempenho:** Periodicidade e abrangência dos relatórios, incluindo cálculos de índices e gatilhos.
- **Atas de assembleias:** Frequência, propostas e decisões documentadas.



## Assembleias de investidores em que **poucos decidem por muitos**

Riscos relacionados:



*Baixa representatividade de investidores em assembleias ou representação por terceiros podem levar a decisões que não refletem o interesse da maioria.*

As assembleias de investidores permitem aos emissores propor mudanças materiais aos documentos das transações. Tipicamente espera-se que um número representativo deles compareça e vote de acordo com seus interesses. No entanto, em algumas circunstâncias, matérias acabam sendo aprovadas por um número limitado de investidores:

- **Assembleias que requerem múltiplas convocações por baixa adesão:** A repetida falta de quórum para votação em primeira convocação, seja por baixo interesse ou ineficiência na divulgação aos investidores, pode levar a votações de matérias importantes com baixa representatividade de investidores – já observamos casos com 35% ou menos.
- **Concentração de votos e conflitos de interesses:** Muitas vezes os investidores finais podem ser representados por gestores de fundos de investimentos imobiliários ou do agronegócio. Isso, combinado com o risco de conflitos de interesses – por exemplo, no caso em que a securitizadora, os gestores de FII e Fiagros, e os estruturadores são empresas relacionadas – pode resultar em decisões conflituosas com o melhor interesse dos investidores finais. Esse risco pode ser ainda mais elevado se o CRI ou CRA tiver sido alocado a um único ou poucos fundos de investimentos.

Alterações materiais e estruturais podem ter grande influência no risco de crédito das operações. Por exemplo, pode haver alterações na composição das carteiras e garantias, índices de reajuste do saldo de principal, taxa de remuneração, prazo de vencimento final e frequência de pagamentos de juros e principal. Ainda, alterações estruturais podem trazer outros riscos, como de liquidez, ineficiência nos gatilhos de desempenho, além de modificações nos juros originalmente prometidos ao investidor.

### Considerações relevantes:

- **Documentos da operação:** Avaliar requisitos para alterações relevantes nos documentos da operação em assembleias.
- **Convocações de investidores:** Clareza na comunicação e propostas em discussão.
- **Atas de assembleias:** Documentação das decisões finais, incluindo a representatividade de investidores presentes e a distribuição dos votos.



Originação própria de fundos de papel também pode trazer **riscos adicionais**

Riscos relacionados:



*Práticas de originação idiossincráticas, falta de padronização, precificação de risco discricionária, baixa transparência de informações e conflitos de interesses são fatores que podem afetar o desempenho operações de originação própria.*

A originação própria de operações normalmente permite à gestora de ativos priorizar transações com equilíbrio entre risco e retorno mais adequado à composição de sua carteira. No entanto, esse tipo de operação também pode acarretar um maior número de riscos:

- **Conflitos de interesses:** Entendemos que a presença de interesses econômicos e comerciais entre originador e devedor pode levar a uma maior tolerância ao risco de crédito de um devedor ou conjunto de devedores, além de práticas conflitantes com os interesses do investidor final. Tais situações de conflito podem incluir a subavaliação da qualidade dos ativos selecionados, a demora para resposta nos casos de gatilhos de desempenho e até mesmo a precificação incompatível com o nível de risco.
- **Risco de valor de mercado e liquidez:** Muitas vezes operações de originação própria possuem um ou poucos investidores – normalmente fundos de investimentos, sem a transação do ativo no mercado secundário. Isso resulta em falta de referência e de visibilidade sobre o valor do ativo, além de baixa liquidez.
- **Falta de padronização:** A falta de padronização de documentações e de definições em relação às práticas de mercado pode gerar ambiguidades, menor liquidez desses ativos no futuro e/ou dificuldades na avaliação de riscos.
- **Potencial para bolsões isolados de risco:** As operações em questão refletem o conjunto de regras aplicadas por seus gestores/estruturadores, que podem adotar práticas atípicas ou mais flexíveis do que as do mercado. Isso pode expor alguns fundos de crédito estruturado a riscos específicos que não teriam o mesmo impacto em operações similares.

### Considerações relevantes:

- **Documentos da operação:** Identificação de lastro e devedores, histórico operacional, gatilhos de desempenho, métricas de monitoramento.
- **Relatórios gerenciais e da securitizadora:** Frequência de divulgação, quantidade e clareza de índices calculados, comentários sobre desempenho e riscos.
- **Outros documentos:** Relatórios de outras operações do mesmo originador/estruturador, atas de assembleias.
- **Análise da carteira:** Revisão dos devedores, remuneração comparada à de operações similares, e garantias exigidas.



Estruturas de garantias com exposição elevada ao **risco de execução e de mercado**

Riscos relacionados:



*Garantias compostas de ativos com risco de execução ou desempenho, ou expostos ao risco de valor de mercado, podem resultar em um valor final de recuperação abaixo da expectativa inicial.*

Em algumas operações de CRIs e CRAs, as garantias podem estar sujeitas a eventos que dificultem sua execução, e até mesmo ter um valor de liquidação bastante inferior àquele originalmente esperado:

- **Alienação fiduciária de cotas de projetos ou ações da empresa:** Em geral depende da continuidade operacional do cedente ou do devedor, e/ou da conclusão de obras e construções. Portanto, esses ativos podem estar sujeitos ao risco de valor de mercado no momento da execução.
- **Alienação fiduciária de loteamentos:** Os ativos estão sujeitos à volatilidade de valor de mercado. Dependendo do desenvolvimento do empreendimento total, há também o risco de maior complexidade na execução e venda da garantia caso exista um imóvel ou projeto em execução que não faça parte da alienação.
- **Cessão fiduciária de recebíveis comerciais:** Tipicamente sujeita aos riscos de desempenho do cedente e de mutação na qualidade da garantia, uma vez que esta pode revolver ao longo do tempo.
- **Garantia de produtos agrícolas:** Podem estar expostos a riscos de preços de commodities e de variação cambial, além do risco de desempenho do produtor.
- **Garantia de imóvel rural:** O tipo de propriedade, bem como as características específicas do ativo, incluindo questões ambientais e localização exata definida em matrícula, são fatores que podem influenciar a efetiva execução da garantia e sua liquidez.

### Considerações relevantes:

- **Documentos da operação:** Identificação de garantias e documentos de formalização, como matrículas e alienação fiduciária, relatórios de avaliação de valor da propriedade.
- **Relatórios gerenciais e da securitizadora:** Frequência de divulgação, quantidade e clareza de índices calculados, comentários sobre desempenho e riscos.
- **Outros documentos:** Demonstrações financeiras de cedentes e projetos, dados de mercado que suportem os valores das garantias.

## Artigos Relacionados

- Carta de Riscos: CRAs e FIDCs do Agronegócio – Emissões de CRAs crescem 49% no comparativo anual até maio, 27 de junho de 2022
- Quais são os riscos dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) para 2022?, 4 de abril de 2022

## Desafios do mercado high yield de CRIs e CRAs: Quais os riscos não convencionais?

Copyright © 2023 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZABILIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus websites [www.spglobal.com/ratings/pt/](http://www.spglobal.com/ratings/pt/) (gratuito) e [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em [www.spglobal.com/usratingsfees](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.