

Carta de Riscos: CRAs, FIDCs e Fiagros do Agronegócio

Queda nos preços de commodities pode deteriorar a qualidade de crédito e expor riscos não convencionais em operações de crédito estruturado no segmento agro

21 de agosto de 2023

Este relatório não constitui uma ação de rating.



Contatos Analíticos

Operações Estruturadas

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

Ratings Corporativos

Flávia Bedran

São Paulo
55 (11) 3039-9758
flavia.bedran@spglobal.com

Principais Conclusões

- O primeiro semestre do ano foi marcado pela forte redução do volume de emissões no mercado local, fruto dos relevantes eventos de crédito ocorridos, altas taxas de juros e incertezas do cenário macro. Entretanto, a maior clareza quanto às políticas fiscal e monetária, o potencial de maior crescimento do PIB do Brasil, bem como os fundamentos ainda positivos para o setor do agronegócio, devem suportar uma retomada nas emissões estruturadas para o segmento.
- Esperamos recuperação no volume de emissões de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) ao longo do segundo semestre, após a queda de 25% nos primeiros seis meses de 2023 versus o mesmo período do ano passado. O crescimento dos Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagros) também deve contribuir para essa retomada.
- Destacamos ainda que a avaliação do risco de crédito para o agronegócio carrega suas especificidades, e a recente queda dos preços de grãos deve pressionar a rentabilidade de produtores rurais. Tais fatores, somados aos juros ainda elevados, podem resultar em eventos de crédito no segmento, principalmente de devedores de menor porte, geralmente não classificados.
- Uma elevação da inadimplência pode exacerbar alguns riscos não convencionais nas operações de crédito estruturado do setor, como concentração da carteira, estruturação das garantias e conflito de interesses. Tais fatores podem ter impactos relevantes para o investidor de CRAs e FIAGROS.

Pressão sobre preços das commodities pode deteriorar a qualidade de crédito no setor

Os produtores de grãos, de forma agregada, têm apresentado histórico de bons resultados operacionais em meio aos preços elevados das commodities agrícolas. Porém, a recente queda no preço local de grãos, como soja e milho, deve impactar a rentabilidade e possivelmente elevar o número de eventos de crédito entre produtores mais concentrados em uma só commodity ou região e com balanços alavancados, dada a carga de juros ainda elevada. Os preços desses grãos seguiam elevados desde meados de 2020, impulsionados pela valorização do câmbio, pelo conflito da Rússia e Ucrânia, e pela demanda de exportação, principalmente da China.

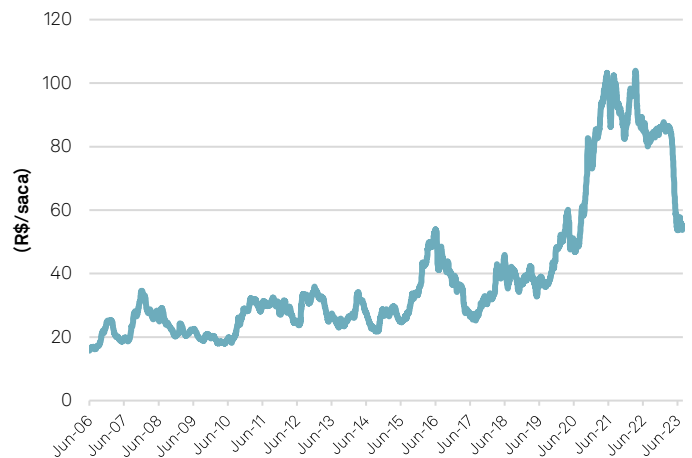
Nos meses recentes, a safra recorde de soja e da safrinha esperada para o milho no país, aliada à redução da demanda mundial, à apreciação do real e à capacidade limitada de armazenagem no país, levou a uma acentuada queda nos preços em moeda local. Os produtores agrícolas com baixo volume de preços fixados serão mais impactados e devem ter suas margens pressionadas pelo custo de produção ainda elevado, embora em queda.

Soja (R\$/60 kg)



Fonte: Esalq
Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Milho (R\$/60 kg)



Fonte: Esalq
Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

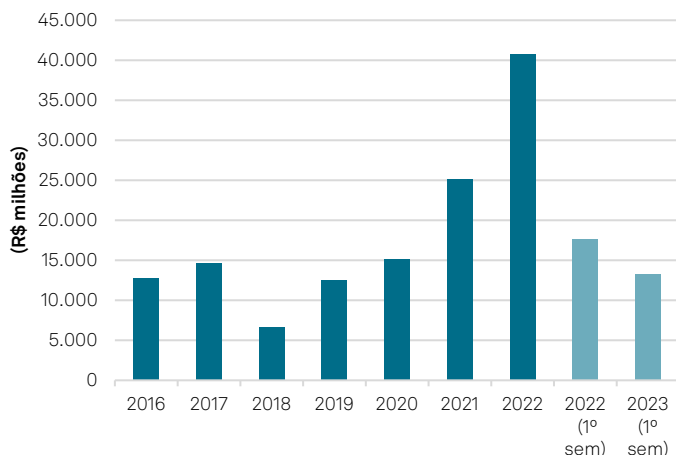
A estimativa de elevado volume de produção na safra global de 2023/24 pode continuar pressionando os preços de grãos e a rentabilidade desses produtores, o que deve ser compensado pelo menor custo de produção. Esse cenário pode exacerbar riscos não convencionais de algumas operações de crédito estruturado. Exploramos esse assunto ao longo do artigo.

Listamos também no final do artigo as ações de rebaixamento e elevação de rating de CRAs realizadas pela S&P Global Ratings nos últimos 12 meses, bem como o fundamento de cada ação.

Por outro lado, os fundamentos seguem favoráveis, o que deve suportar a retomada de emissões

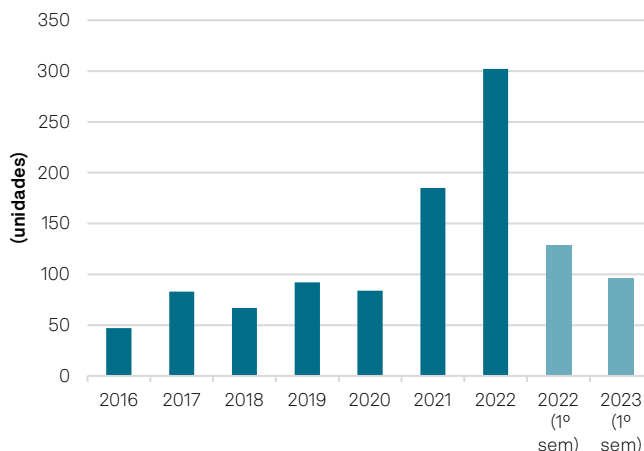
O volume de emissões de CRAs no mercado brasileiro apresentou queda material neste início de 2023, com 96 operações somando R\$ 13,3 bilhões entre janeiro e junho de 2023, versus 128 e R\$ 17,7 bilhões no mesmo período do ano passado, segundo dados da Anbima - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

Volume



Fonte: Anbima
Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Número de operações






Fonte: Anbima
Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Essa queda está em linha com o panorama de emissões no mercado de capitais local, refletindo o ambiente de aversão ao risco que marcou o início do ano diante dos eventos de crédito e pedidos de recuperação judicial, como os casos de Americanas S.A. e Light Serviços de Eletricidade S.A. Esse cenário resultou em restrições de liquidez no mercado primário de emissões e em um aumento dos spreads no mercado secundário, sendo que as emissões colocadas foram principalmente de emissores recorrentes.

Temos observado uma retomada gradual nas emissões. Os sinais de maior certeza de estabilidade das políticas fiscal e monetária podem contribuir para um maior crescimento do PIB do Brasil e para a manutenção dessa recuperação das emissões, sendo o agronegócio um dos principais vetores.

O quadro abaixo apresenta a visão atualizada da S&P Global Ratings dos fundamentos dos principais segmentos do agronegócio.

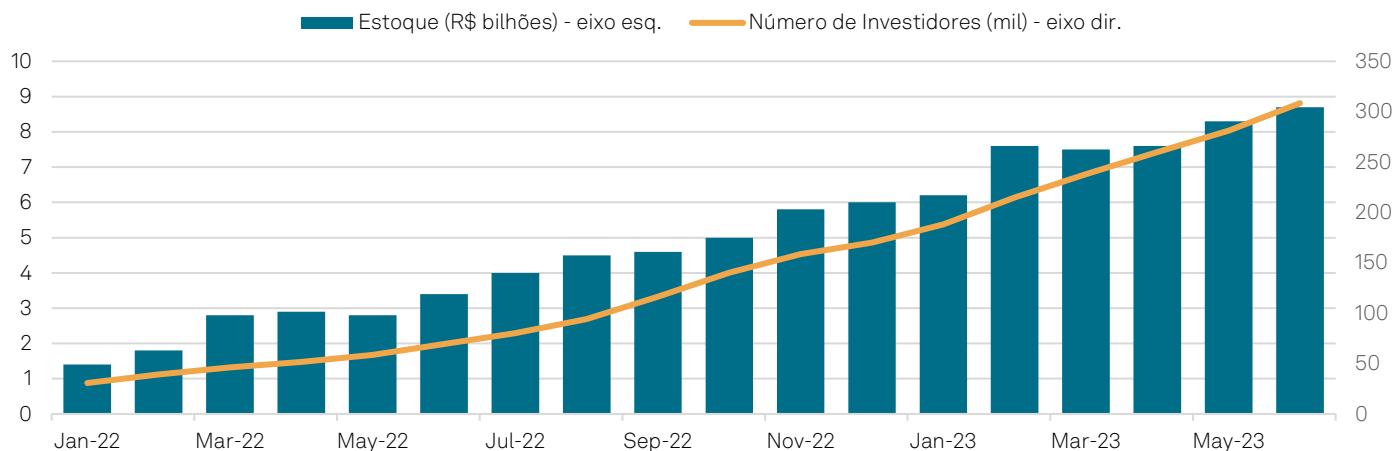
Fundamentos por segmento do agronegócio

 <p>Grãos</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Preços em moeda local marcados por elevada volatilidade nos últimos meses. • As condições climáticas em geral adequadas no país deram suporte aos volumes dos produtores locais este ano. • Menor pressão nos preços de fertilizantes, mas custos com defensivos, outros insumos e mão de obra seguem elevados. • Falta de capacidade de armazenagem, menor capitalização do produtor e os juros altos reduzem a capacidade de segurar a produção e arbitrar preços, pressionando as receitas e margens de alguns produtores. • <i>Players</i> maiores e mais capitalizados devem manter a qualidade de crédito.
 <p>Proteínas</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Perspectiva estável a positiva para os produtores brasileiros de carne bovina. A maior disponibilidade de gado deve suportar as margens locais dos produtores brasileiros de carne bovina, mas os preços internacionais estão mais baixos. • Operações de carne bovina nos EUA com margens pressionadas por estoques elevados, fraca demanda sazonal e custos de insumos ainda elevados. • Perspectiva mais negativa para o segmento de suínos e aves no Brasil, em função de uma sobreoferta global e demanda interna ainda fraca. • A expectativa de queda no custo de produção em função dos preços mais baixos de grãos deve melhorar as margens no segundo semestre de 2023, mas a alavancagem continua alta para ao segmento. • Riscos sanitários também são relevantes, com casos ainda isolados de gripe aviária no país.
 <p>Açúcar e etanol</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Os preços elevados do açúcar, na casa dos \$20-25 cents por libra-peso, beneficiarão o setor, mas preços de etanol estão mais pressionados do que anos anteriores. • As condições climáticas seguem favoráveis para a safra 2023/2024, o que deve levar a um nível de moagem de cerca de 610 milhões de toneladas no Centro-Sul, versus 548 milhões de toneladas na safra anterior. • Evolução na política de preços da Petrobrás pode afetar o segmento.

Fonte: S&P Global Ratings
Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados

Segundo dados do IBGE, somente no primeiro trimestre de 2023, o PIB do segmento agropecuário cresceu 18,8% em comparação ao mesmo período de 2022. Isso evidencia a resiliência do setor e também a necessidade de capital para financiar essa expansão. Parte expressiva da demanda de crédito do setor é suprida pelos recursos do Plano Safra, que deve ser da ordem de R\$ 440 bilhões na safra 2023/24, financiamento com recursos livres, trading, cooperativas e distribuidores de insumos.

Existe um esforço de aproximação do setor com o mercado de capitais para suprir essa necessidade de *funding*. Nesse contexto, as emissões de Fiagros têm despontado como uma fonte alternativa de financiamento para o segmento, tendo atingido um estoque de R\$ 8,7 bilhões em junho de 2023, com mais de 308 mil investidores.



Fonte: B3 - Brasil, Bolsa e Balcão.
Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Os Fiagros têm sido alocados sobretudo em CRAs. Os Fiagros-FII, maiores veículos de emissão de Fiagros, somavam um patrimônio líquido (PL) de R\$ 8,8 bilhões em dezembro de 2022, sendo mais de 65% alocados em CRAs e 13% em caixa ou equivalentes de caixa, conforme dados da CVM.

Operações de crédito estruturado do agronegócio brasileiro apresentam riscos específicos

Concomitante ao crescimento no volume de emissões de Fiagros e no número de investidores, alguns eventos de crédito recentes também chamaram a atenção do mercado. Dentre eles, destacamos a reestruturação das dívidas da Usina Serpasa e da Cooperativa Languiru, o pedido de vencimento antecipado do CRA True-46°E (devedor pessoa física), bem como o pedido de recuperação judicial da Usina Ester, que podem ter impacto relevante nos fundos expostos a esses ativos, dependendo do resultado das reestruturações e do nível de concentração desses fundos. Esses emissores não são classificados pela S&P Global Ratings.

Os eventos acima salientam a relevância da análise não somente da qualidade de crédito do devedor final, mas também de riscos específicos nas estruturas de securitização, como por exemplo riscos de concentração, potenciais conflitos de interesse, estruturação das garantias e falta de transparência de informações.

A seguir, destacamos alguns dos riscos específicos em operações estruturadas no segmento do agronegócio:



Conflitos de interesse

Temos observado um crescente volume de operações com riscos associados a conflitos de interesse não suficientemente mitigados. Esse pode ser o caso de estruturas de CRAs e Fiagros com elevado volume de originação própria, ou situações em que diversos participantes pertencem a um mesmo grupo econômico ou partes relacionadas, ou possuem estruturas societárias cruzadas, e assumem papéis potencialmente conflitantes.

Participantes correlacionados podem gerar conflitos de interesse com o investidor final, resultando em originação de direitos creditórios viesados, falhas no processo de monitoramento e gerenciamento, e menor transparência das informações e decisões.

Em originações próprias, conflitos de interesse podem gerar maior tolerância na avaliação do risco de crédito de um devedor, menor transparência de informações e potenciais falhas no processo de monitoramento dos ativos. Entendemos que as operações de originação própria refletem a estratégia e regras de análise dos gestores/estruturadores da operação, e portanto, podem expor algumas operações de crédito estruturado a riscos específicos, embora não tenham impacto em operações similares no mercado.

No artigo "[Desafios do mercado high yield de CRIs e CRAs: Quais os riscos não convencionais?](#)", publicado recentemente, exploramos com mais detalhes esse risco em securitizações de CRAs e CRIs.



Imprevisibilidade no casamento do fluxo de caixa

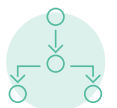
A capacidade de pagamento dos devedores muitas vezes está correlacionada com o ciclo das safras agrícolas. Dessa forma, os vencimentos dos certificados ou das cotas dos fundos deve levar em consideração a cultura à qual estes estão expostos. Além disso, atrasos nos pagamentos podem ocorrer em função de eventos climáticos, que podem postergar o ciclo do plantio e/ou a colheita, e conseqüentemente, o fluxo de caixa do devedor.



Garantias expostas a riscos de execução e de mercado

A execução de garantias, como penhor de propriedade rural, deve levar em consideração a jurisprudência sobre a execução dos ativos. Isso porque algumas propriedades podem ser consideradas impenhoráveis, não podendo, portanto, serem executadas em função de dívidas.

Algumas operações têm optado pela alienação fiduciária de produtos agrícolas, dada a celeridade do processo de execução, que é extrajudicial. No entanto, vemos que essa modalidade torna o processo de monitoramento das garantias uma atividade-chave e o expõe a risco de preços das commodities e cambiais, que podem impactar o valor final recuperável.



Prioridade de pagamento pelas necessidades do negócio

Em operações no setor agro, ponderamos fatores qualitativos na análise de prioridade de pagamento das dívidas que os produtores rurais potencialmente honrarão com base nas suas necessidades de negócio, e não somente de acordo com os arranjos contratuais e sua capacidade de pagamento. Por exemplo, em um cenário de estresse, o produtor rural pode ter preferência pelo pagamento de um recebível comercial em uma revenda de relacionamento, que irá garantir crédito e insumos para sua próxima safra, em detrimento de uma dívida financeira, mesmo que esta conte com garantia real. Além disso, dependendo do porte e estrutura do produtor, a análise de seu perfil de risco traz desafios em função da falta de padronização de informações, ausência de demonstrações financeiras consolidadas auditadas, identificação do grupo econômico, entre outros fatores. Dessa forma, muitos gestores de ativos buscam exposição indireta, adquirindo direitos creditórios de cooperativas e/ou distribuidoras/revendas.



Risco de concentração da carteira

Existem estruturas de CRAs e Fiagros relativamente concentradas, com exposição a 10-15 ativos, sendo que a inadimplência de um ativo pode levar a perdas para o investidor. Destacamos ainda que a concentração em devedores semelhantes (e.g. atuando na mesma região e/ou atividade agrícola) e expostos aos mesmos fatores de riscos (e.g. eventos climáticos) pode elevar a correlação da probabilidade de defaults entre esses devedores. Isso expõe a estrutura a um evento de cauda relevante, mesmo que o histórico de desempenho da operação não apresente tal situação.

De forma semelhante, as operações podem ter diversificação de produtores agrícolas pessoas físicas, mas que podem estar intrinsecamente expostas ao mesmo risco de crédito quando atuam como um grupo econômico, seja via garantias/avais cruzados entre operações, e/ou participações relevantes nas mesmas empresas. Julgamos ser fundamental analisar os critérios de elegibilidade dos fundos e a forma como estes endereçam as regras de concentração para se ter uma percepção clara dos riscos aos quais estão expostos.



Dependência de proteção de crédito complementar

Por fim, algumas estruturas contam com contratos de seguros para compor a proteção de crédito aos investidores. Ressaltamos alguns pontos fundamentais de nossa análise de tais estruturas:

- Seguro não é garantia: Em geral, esperamos que uma garantia atenda a características que permitam a transferência do risco de crédito, como, por exemplo, o compromisso irrevogável do pagamento integral e tempestivo do valor garantido. Contudo, o pagamento do seguro é efetuado após um evento determinado (e.g. inadimplência) e está sujeito a termos e condições, bem como ao processo de revisão do caso pela seguradora, o que pode resultar em ajustes no valor pleiteado.
- Concentração do risco de pagamento: Normalmente vemos concentração de contratos de seguro com uma única seguradora. Isso pode aumentar o risco de rejeição do pedido de pagamento no caso de inadimplência elevada da carteira.
- Dependência de resseguro: Em muitos desses casos, a seguradora é representada pela subsidiária local de seguradoras internacionais, que pode não compartilhar da qualidade de crédito de sua controladora. As apólices então se valem de uma proteção adicional através do resseguro, o que também adiciona uma nova camada de termos e condições que podem levar a rejeição de pedidos de pagamento.

Ações de rating e fundamentos em emissões de CRAs nos últimos 12 meses:

Data	Ação	De	Para	Emissão e securitizadora	Devedor	Fundamento da ação de rating
Julho 2022	Elevação	brA+ (sf)	brAA- (sf)	51ª emissão de CRAs da Virgo Companhia de Securitização	GDM Brasil	Melhora do cenário para o setor de grãos (soja) no Brasil e resultados da devedora.
Julho 2022	Elevação	brAA- (sf)	brAA+ (sf)	52ª e 18ª emissões de CRAs da Vert Companhia Securitizadora	Tereos Açúcar e Energia Brasil S.A.	Forte performance apresentada pela controladora, Tereos SAC, com melhora relevante em suas métricas de alavancagem, graças à manutenção de preços remuneradores de açúcar, etanol e outros ingredientes.
Dezembro 2022	Rebaixamento	brAAA (sf)	brAA+ (sf)	1ª e 78ª emissões de CRAs da Vert Companhia Securitizadora	BRF S.A.	Margens pressionadas e alavancagem persistentemente mais alta do que o esperado, com projeção de dívida sobre EBITDA acima de 3,0x em base constante.
Abril 2023	Elevação	brA (sf)	brA+ (sf)	101ª emissão de CRAs da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.	Adami S.A. - Madeiras	A continuidade dos aumentos de preços, combinada com os custos de aparas em patamares normalizados em 2022, possibilitou forte geração de caixa operacional e redução do endividamento bruto da Adami.
Abril 2023	Elevação	brAA (sf)	brAA+(sf)	92ª emissão de CRAs da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.	JSL S.A.	Maior escala e diversificação de clientes e setores atendidos pela JSL, que se consolidou como a principal prestadora de serviços de logística e transporte de carga no país.
Abril 2023	Rebaixamento	brA (sf)	brA-(sf)	141ª emissão de CRAs da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.	Madero Indústria e Comércio	Crescentes pressões de refinanciamento e liquidez pela proximidade de vencimentos de dívida significativos em 2024, em meio a condições de mercado mais desafiadoras.
Mai 2023	Elevação	brAA(sf)	brAA+(sf)	33ª emissão de CRAs da Virgo Companhia de Securitização	Aço Verde Brasil	Maior histórico de baixa alavancagem e manutenção de liquidez robusta. O rating da emissão um degrau acima do rating da companhia reflete a estrutura de garantias da emissão.
Mai 2023	Elevação	brAA-(sf)	brAA(sf)	120ª emissão de CRAs da Virgo Companhia de Securitização	Aço Verde Brasil	Histórico prolongado de baixa alavancagem, medida pela dívida bruta sobre EBITDA, entre 1,0x-1,5x e manutenção de liquidez robusta.

Artigos relacionados

- [Desafios do mercado high yield de CRIs e CRAs: Quais os riscos não convencionais?](#), 25 de abril de 2023
- [Agronegócio brasileiro se beneficia de exportações em alta](#), 4 de maio de 2023

Carta de Riscos: CRAs, FIDCs e Fiagros do Agronegócio

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 COMERCIALIZAÇÃO, 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/ (gratuito) e 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.

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