

Metodologia de Finanças Estruturadas: Securitização de Recebíveis do Agronegócio

(Certificados de Recebíveis do Agronegócio – CRAs, Fundos de Investimento em Cadeias Agroindustriais – FIAGROs e títulos do agronegócio)

Documento Atualizado e Publicado em 19 de agosto de 2024

Índice

I.	Panorama Geral de Finanças Estruturadas: Conceitos, vantagens e limitações	03
II.	Base Regulatória e Legislativa (Brasil) das Análises: Características que reforçam a segurança das operações	05
III.	Considerações acerca de análise de risco de carteiras de crédito	09
IV.	Uma Estrutura Ideal de CRAs e suas variações típicas (Infográfico I)	11
V.	Principais Variáveis e Parâmetros de Risco Correspondentes (Infográfico II)	12

I. Panorama Geral de Finanças Estruturadas: Conceitos, vantagens e limitações

A securitização de ativos consiste na emissão de valores mobiliários lastreados por um conjunto (*pool*) de ativos (que formam uma carteira de recebíveis) ou mesmo um contrato específico (lastro não pulverizado).

Uma operação de securitização busca a segregação do risco de crédito do originador dos recebíveis (Originador/Cedente), agente responsável pela venda de produtos ou serviços, performados ou a performar, que originam os contratos cedidos ao *pool* de ativos que lastreiam o valor mobiliário emitido (Emissão).

A venda desse *pool* tipicamente apresenta como contraparte uma sociedade apartada, sob a forma veículo de propósito específico (Sociedade de Propósito Específico), figura legal remotamente sujeita a falência.

O Patrimônio desse veículo passa a contar com o passivo sob a forma dos valores mobiliários e obrigações referentes às despesas recorrentes para a manutenção da operação, e ativo sob a forma do saldo recebíveis imobiliários e valores segregados para gestão da liquidez e reforços de crédito.

Regime Fiduciário

O Regime Regulatório da securitização do agronegócio compartilhou algumas estruturas da securitização imobiliária, particularmente desde a Instrução CVM 600/18, substituída pela Resolução CVM n.60 de dez/21, a qual também prevê em seu artigo 2º as mesmas definições de Patrimônio Separado e Regime Fiduciário, com afetação de bens e direitos vinculados à Emissão dos títulos de securitização.

Em termos gerais, a principal vantagem buscada em uma operação de securitização está em alcançar níveis de qualidade de Risco de Crédito da Emissão superiores ao risco de crédito do Originador, implicando, portanto, redução do custo de obtenção de capital.

O Risco de Crédito é definido como o risco de perdas que um credor possa sofrer em virtude de não pagamento por parte do devedor dos compromissos assumidos em uma data acertada, sejam juros (cupons) ou o principal.

Mensuração de Adimplência e Enquadramento

Dada a natureza do recebíveis do agronegócio, que envolvem o ciclo de produção de diferentes culturas, a periodicidade de vencimento e a frequência de amortizações são tipicamente superiores a um período mensal, observando os ciclos de preparação do solo, plantio, semeadura, colheita e comercialização.

Nas principais culturas empresariais nacionais voltadas ao mercado externo, envolvendo principalmente soja, milho e algodão, tipicamente o ciclo anual de safras apresenta recebimentos de caixa em dois períodos, abril e maio (segunda safra) e outubro e

novembro (primeira safra), de modo que tipicamente as amortizações ocorrem duas vezes a cada ano calendário.

Porém, outras culturas apresentam ciclos mais curtos ou de maior periodicidade (feijão, café) e mesmo maiores facilidades de armazenagem, de modo que variações relacionadas a período de amortização podem ser verificadas, especialmente em operações que busquem obter lucros em momentos favoráveis de mercado (*trading*).

II. Base Regulatória e Legislativa (Brasil) das Análises: Características que reforçam a segurança das operações

Títulos do Agronegócio

O título de crédito mais recorrentemente utilizado como lastro em operações de securitização é o Certificado de Produto Rural (CPR).

Foi inicialmente instituído pela Lei 8.929 de 1994, com a modalidade CPR Financeira instituída a partir da Lei 10.200 de 2001.

Os demais títulos de crédito do agronegócio voltados ao financiamento privado foram definidos a partir da Lei 11.076/04, a qual, buscando maior integração entre o *fundings* do setor agropecuário e o mercado de capitais, instituiu:

- i) os Certificados de Depósitos do Agronegócio (CDA) e Warrants Agropecuário (WA), representativos de promessa de entrega de produtos agropecuários, e promessa de pagamento ante CDA correspondente, títulos particularmente utilizados na cultura de café;
- ii) O Certificado de Direitos do Agronegócio (CDCA) e Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), como títulos de crédito vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, cooperativas e terceiros;

O CDCA sendo de emissão exclusiva de cooperativas agropecuárias e outras pessoas jurídicas em atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos, insumos, máquinas e implementos agrícolas;

Os CRAs tiveram suas definições atualizadas pela Lei n.14.430 de 2022.

Nova Lei do Agro

O âmbito regulatório atual reflete as modernizações trazidas pelas leis 13.986/20 e a Lei n.14.430/22, conhecida como a Nova Lei do Agro.

Entre aspectos importantes no sentido de fomentar o mercado de capitais, podem ser destacados aperfeiçoamentos em relação a CPRs; instituição do Patrimônio Rural em Afetação em Garantia, a instituição dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas do Agronegócio (Fiagro), prevendo investimentos em participações em sociedades (FIP), ativos financeiros, títulos de créditos e valores mobiliários (Direitos Creditórios), direitos creditórios imobiliários (Fiagros Imobiliários).

Houve aperfeiçoamentos relacionados às CPRs, como a previsão de registro ou depósito em entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil, com obrigatoriedade a partir de ago/22; previsão de que a Alienação Fiduciária em Garantia de Produtos Agropecuários deverá ser registrada em cartório de registro de imóveis em que estiverem localizados os bens dados em garantia.

A ampliação do rol de produtores rurais aptos a emitirem CPRs, que poderão abranger algumas atividades de extrativismo vegetal, industrialização de produtos agropecuários, recuperação de áreas degradadas, prestação de serviços ambientais, de produção e de comercialização de insumos agrícolas, incluindo máquinas e implementos, dentre outras atividades, permitindo a pessoas, naturais ou jurídicas, que desenvolvam essas atividades, incluindo, as Revendas de insumos, as Agroindústrias, as empresas de Comercialização de *commodities* agrícolas e as indústrias de insumos.

Considerações sobre a segregação (*true sale*)

Teoricamente, a venda definitiva de uma carteira de recebíveis seria caracterizada como a venda de um ativo qualquer integrante do patrimônio da companhia, implicando melhorias de índices de liquidez, sem necessidade de aumento de alavancagem financeira por meio de endividamento.

Entretanto, as exigências para caracterização de completa segregação (*True Sale*) demandam estrutura em que não haja retenção de riscos e benefícios para a vendedora (Originadora e ou Cedente) dos créditos, como, por exemplo: (i) alteração completa do domicílio bancário dos créditos securitizados; (ii) segregação completa de equipe de gestão dos créditos, com contratação de companhia especializada (*Servicer*) em emissão e envio de boletos, cobranças (administrativa, extrajudicial e judicial) e realização de procedimentos de execução de garantias; (iii) não existência de garantias fidejussórias (Fiança, Coobrigação) presentes na estrutura da Emissão.

Particularmente no segmento do agronegócio, há considerável risco de confusão patrimonial entre o produtor pessoa física e a atividade empresarial. Nesse contexto, a decisão do STJ (jun/22), estabelecendo que ao produtor rural que exerça atividade rural de forma empresarial há prazo superior a dois anos seja facultado requerer recuperação judicial, de que inscrito na Junta Comercial no momento de formalizar o pedido, independentemente do tempo de registro, observando Lei 14.112/20 (“Nova Lei de Recuperação de Empresas”), ao introduzir o artigo 70-A, permitiu ao produtor rural apresentação de plano especial de reestruturação.

Assim, o entendimento geral para as operações de securitização no âmbito de mercado de capitais considera que, mesmo os produtores rurais pessoas físicas, estarão aptos a requisitarem proteção contra credores em momentos de risco de insolvência.

Nesse sentido, os aperfeiçoamentos trazidos pela Nova Lei do Agro, contribuem positivamente para reforçar o nível de extraconcursalidade das CPRs, como o artigo 11 da Lei 14.112/20:

"Art. 11. Não se sujeitarão aos efeitos da recuperação judicial os créditos e as garantias cedulares vinculados à CPR com liquidação física, em caso de antecipação parcial ou integral do preço, ou, ainda, representativa de operação de troca por insumos (barter), subsistindo ao credor o direito à restituição de tais bens que se encontrarem em poder do emitente da cédula

ou de qualquer terceiro, salvo motivo de caso fortuito ou força maior que comprovadamente impeça o cumprimento parcial ou total da entrega o produto."

Entretanto, dado o espaço para interpretações para casos particulares, tendo em vista o Princípio de Preservação da Empresa, particularmente em Emissões em que o risco de crédito individual não seja consideravelmente mitigado por pulverização e diversificação, haverá ponderação do Risco Corporativo (Metodologia de Risco Corporativo Austin Rating) sobre as classificações de risco da Emissão de CRIs.

Essa ponderação poderá funcionar como fator de elevação das notas ou rebaixamento, a depender da estrutura das garantias fidejussórias, riscos de fungibilidade e qualidade de Crédito do coobrigado ou fiador, bem como ambiente regulatório e institucional.

Ponderações sobre os riscos relacionados às garantias

Assim, como nas securitizações e operações de crédito com garantias em geral, a contribuição das garantias para a redução do risco de crédito de uma emissão abrangem análises individualizadas relacionadas a diversos aspectos, entre eles: (i) incentivo à adimplência, (ii) controle de alavancagem do Cedente, e (iii) capacidade da viabilização da monetização da garantia (real ou fidejussória) cobrir o saldo devedor remanescente após início dos procedimentos de execução judicial (consolidação da propriedade alienada fiduciariamente), a qual pode variar amplamente, abrangendo, entre outros, os seguintes aspectos:

A qualidade da estruturação das garantias será ponderada em adição ao índice de garantia *loan-to-value* (LTV), como fator determinante para a definição da classificação de risco.

Entre esses aspectos, podem ser destacados: (i) efetividade de processos de *due diligence* (verificando existência de ônus anteriores); (ii) registros dos contratos (cartórios de títulos e documentos envolvendo todas as comarcas bem como anotação em matrícula nos Registros de Imóveis locais); (iii) natureza da garantia, a qual tende a ser fundamental em relação à efetividade da execução e da monetização de garantias, especialmente diante de eventos de insolvência do originador.

Particularmente no segmento do agronegócio, a prevalência de utilização do Penhor de Mercadorias (que pode ser em primeiro ou segundo grau, geralmente) é mais frequentemente observada, mas sem necessariamente sobrepujar as garantias mais observadas, como alienação fiduciárias de bens móveis e imóveis, cessão fiduciária de créditos.

Risco de Performance na Cessão Fiduciária

Dado o perfil do ciclo operacional e financeiros a preveleça de recebíveis em fases com risco de performance é particularmente crítica no segmento da agroindústria (Créditos Não Performados).

Particularmente, carteiras de recebíveis oriundos de aquisições de bens e insumos não recebidos pelo Produtor Rural no momento da originação dos Direitos Creditórios (Notas Fiscais, Contratos de Compra e Venda e afins) deverão receber descontos de risco superiores, tendo em vista riscos de entrega, oriundos de questões logísticas ou choques de preços.

Ademais, as recentes inovações no âmbito do Marco Legal de Garantias (Lei 14.711/23), principalmente envolvendo frações de imóveis ante a registros de garantia em Alienação Fiduciária, bem como alterações em relação a procedimentos de retomada extrajudicial de bens dados em garantias serão ponderadas, especialmente em relação ao uso e funcionamento em situações reais de execução.

III. Considerações acerca de análise de risco de carteiras de crédito

As características de risco intrínsecas do *pool* de créditos lastro, bem como de eventual cessão fiduciária em garantia (*credit enhancement*) compõem o núcleo principal de risco de uma Emissão.

As principais dimensões almejadas envolvem pulverização – a quantidade de créditos individuais que compõem a carteira – e a diversificação – a diferenciação entre esses créditos.

A **pulverização** almejada para níveis de risco baixo ('brA(sf)) deverá superar a casa das centenas. A distribuição desejada dessa população em torno da média deverá apresentar dispersões e caldas condizentes com as características da média e da estrutura, com os créditos de maior concentração devendo ser mitigados por estrutura de subordinação, garantias reais (penhor agrícola, alienação fiduciária de produtos ou imóvel, cessão fiduciária), garantias fidejussórias (fiança, coobrigação) ou análises individualizadas.

A **diversificação** observará qualidades como localização da praça de originação do crédito e particularmente da cultura financiada (grãos commodities, cana-de-açúcar, café, FLV – frutas legumes e verdura, pecuária), com grande ênfase na exposição a riscos de preços oriundos do mercado internacional, preços e peso dos insumos na composição de preços, questões fitossanitárias e riscos logísticos.

Cada região do território nacional apresenta particularidades, com as mais proeminentes e tipicamente analisadas sendo as seguintes:

- Culturas Commodities negociadas internacionalmente: Soja, Milho, Algodão: maior acesso a informações de preços e custos, ritmo de comercialização, riscos logísticos. Em áreas com o Mato Grosso, os produtores tendem a cultivar em maiores áreas, mas em na Região Sul, as áreas tendem a ser menores, com maior prevalectimento de produtores membros de Cooperativas.

Assim, em adição ao risco de preços internacionais, do produto e insumos, diferentes perfis de produtores tendem a apresentar diferentes níveis de desenvolvimento de gestão corporativa e gestão econômico-financeira.

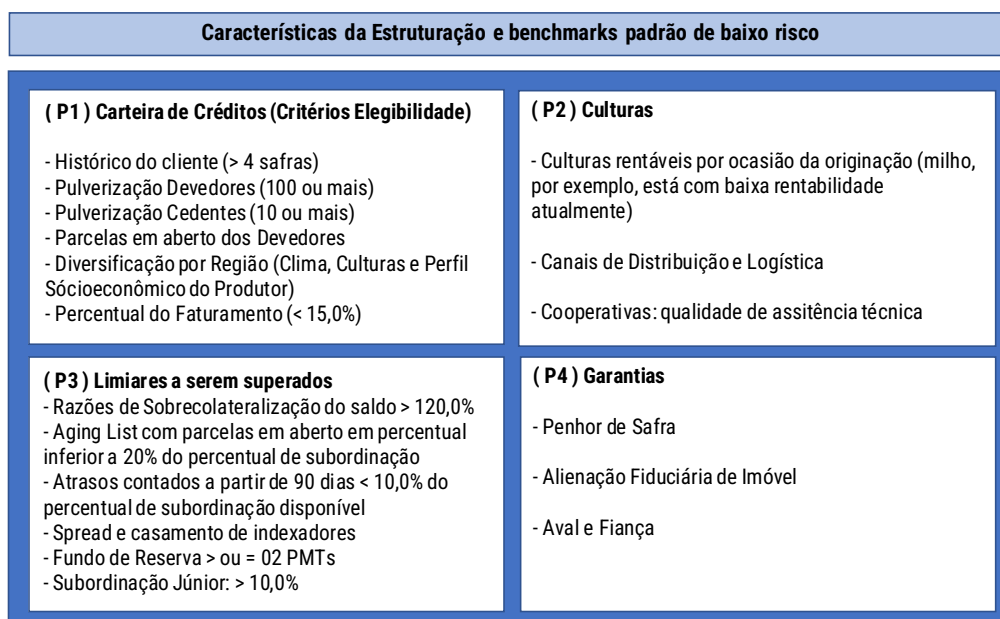
- Ciclos de Chuvas e Exposição a El Nino e La Nina: os Riscos Climáticos serão avaliados tendo em vista os principais contrastes verificados em território nacional, comparando a Região Nordeste com a Região Central e Sudeste-Sul, de modo que culturas como algodão, cana-de-açúcar, contam com ciclos de produção diferentes, situação que para um mesmo período implica diferentes riscos: riscos de plantio, riscos de germinação, riscos de armazenamento e entrega, riscos de comercialização.

Cada um desses riscos abrange relações custo / benefício específicas a serem avaliadas de acordo com as melhores práticas de gestão do setor.

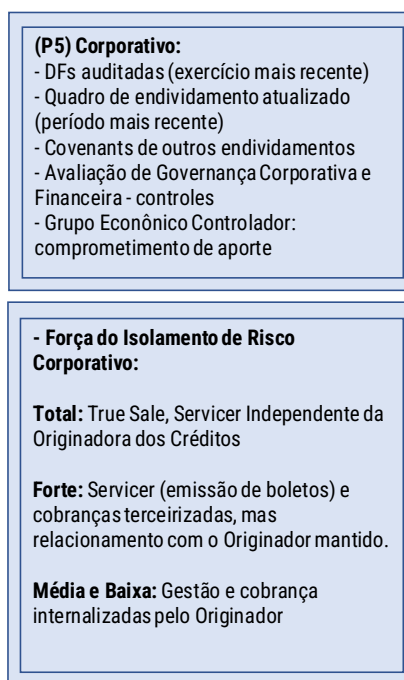
Riscos oriundos de políticas setoriais e governamentais: em termos de Riscos Institucionais, nesse sentido, o setor sucroalcooleiro está particularmente exposto devido ao mix, tipicamente oscilando em torno de 50,0%, de produção entre açúcar e etanol, que em épocas de não repasses de preços internacionais aos combustíveis fósseis, gasolina e diesel.

Em geral, a abordagem desses riscos e peso na ponderação de riscos deverá observar o cenário vigente no período de atribuição e reavaliação de cada classificação de risco, com frequências de reavaliações a cada ano safra ou período correlato.

IV. Uma Estrutura Ideal de CRAs e suas variações típicas (Infográfico I)



Vínculo ao risco corporativo
(0% a 100%)



V. Principais Variáveis e Parâmetros de Risco Correspondentes (Infográfico II)

Crterios (Pesos)	Ponderação Mínima	Ponderação Máxima
(P1) Carteira de Créditos		95,00%
Tipos de Originadores:		10,00%
1-Multinacional ou grande empresa "AAA"	Teto de risco AAA em caso de risco corporativo atingir esse nível	
2-Cooperativa	Teto de risco A+, a depender de risco de crédito e desenvolvimento de governança corporativa	
3-Revenda	idem	
4-Produtor Rural	idem	
5-Outros	Análise específica (agroindústria, comercializadora, fornecedor de máquinas e equipamentos etc)	
- Pulverização		
Tipos de Créditos	Menores riscos: duplicatas performadas (produto já entregue) Maiores riscos: títulos de crédito desvinculados de produtos (CCBs, Notas Promissórias e Notas Comerciais)	
Concentrações Máximas	0,5% do Patrimônio Líquido (PL) do Fundo ou Carteira Lastro do Título Avaliado (CRA) Mitigador 01: 10 maiores concentrações cobertas em 50 vezes pela subordinação júnior (mitigador 01) Mitigador 02: 10 maiores concentrações com garantia real (AF Produto ou Penhor Rural) com LTV abaixo de 70,0%.	
- Diversificação Cultural e riscos específicos		
Região geográfica:	Avaliação da exposição da carteira a regiões com vigência de stress climático ou fitossanitário. Ponderação de risco individualizada, de acordo com previsões climáticas vigentes.	
1-Soja, Milho e Algodão	Maior sensibilidade a preços internacionais e preços dos insumos e logística portuária	
2-Pecuária	Confinamentos: avaliar expertise em gestão	
3-Sucroalcooleiro	Sensibilidade a políticas de preços governamentais e mix de produção	
4-Café	Operações com maior perfil de trading - capacidade de gerir riscos de mercado por parte do tomador	
5-LVf	Operações com menores tickets médios e exposição a riscos logísticos (mercadoria perecível)	
6-Outras		
- Materialidade 1- prazo decorrido médio da carteira	Geralmente, há quantas safras o Tomador (produtor rural) é financiado pelo Originador, ideal > 03	
- Análise de Histórico	Auditoria do histórico da carteira securitizada (conjunto de cedentes e sacados similar) Percentual de novos tomadores inferior a 10,0% do PL ou Carteira Lastro Histórico ideal de 05 a 03 safras com adimplência e pontualidade de até 90 dias	
- Parcelas Não Pagas (Abertas):	Concentrações relevantes em: abertas até 90 dias: ponderação zero; 90 a 180 dias: risco médio; acima 180 a 270 dias: risco alto	
+ Parcelas Pagas (Pontualidade): atrasos que comprometam cronograma de amortizações	Concentrações em pagas com até 90 dias de atraso: risco baixo; 90 a 180 dias: risco médio; 180 a 270 dias: risco alto	
- Amortizações Extraordinárias	Checar se implicam em não renovação da carteira. Caso sim, risco sobre rentabilidade.	
- Spreads Excedentes 1: juros Contrato x juros CRA	Checar descasamentos de índices e políticas de swap de indexadores (DixPré, geralmente)	
- Spreads Excedentes 2: taxa cessão x taxa contrato	Em situações de grande concorrência por aquisições de créditos, tendência a taxas de cessão menores. Também verificar risco de pré-pagamento em caso de aquisição com ágio.	
(P2) Culturas		5,00%
Fases de tomada do crédito:		50,00%
1-Produção:	Checar risco de não direcionamento dos recursos à aquisição de insumos de produção (defensivos, sementes, fertilizantes, máquinas e equipamentos etc)	
2-Comercialização:	Checar risco de armazenamento e capacidade de gestão de timing de venda (trading)	
3-Investimentos (CAPEX)	Checar expansão da área cultivada ante capacidade de gestão operacional e financeira	
Percentual de terras arrendadas	Checar preço de arrendamento na região do produtor rural tomador do crédito	
(P3) Controles		5,00%
Razões perenes de sobrecolateralização de fluxo (cessão fiduciária)	limiar baixo risco: > 120,0%; limiar alto risco: <100,0%	
Razões perenes de sobrecolateralização de saldo (cessão fiduciária)	limiar baixo risco: > 120,0%; limiar alto risco: <100,0%	
Agentes de Garantia: monitoramentos de colateral		
Agentes de Cobrança Extrajudicial e Judicial	análise do histórico, gestores, sistemas e processos	
Agente Fiduciário, Custodiante (lastro), Registradores (título de crédito)		
(P4) Garantias e Reforços de Liquidez		5,00%
Efetividade da constituição	Riscos envolvidos registros, fungibilidade, domicílio bancário e efetividade de execução (tempo e valor monetizável)	
Alienação Fiduciária de Garantia Performada: Penhor, AF Produto ou Imóvel	limiar baixo risco: < 70,0%; limiar alto risco: >90,0%	
Cessão Fiduciária de Créditos	Checar se Penhor é de 1o Grau e AF envolve apenas um endividamento (compartilhamento de garantias) limiar baixo risco: > 120,0% fluxo e saldo; limiar alto risco: < 100,0% fluxo e saldo	
(P5) Risco Originador		5,00%
Governança Corporativa e ESG	Aspectos de tomada de decisão, ambientais e jurídicos	100,00%
1- Produtor Rural	Riscos envolvendo formalização da gestão (Demonstrativos Financeiros e Contrato Social), opacidade de patrimônio (diligência jurídica) e risco de sucesso. Checar arrendamentos.	
2-Revenda	Riscos específicos da indústria: timing de aquisição e venda (grandes variações em preços internacionais)	
3-Indústria	Acompanhamento da adequação do portfólio de produtos, especialmente tendo em vista evolução tecnológica, riscos ambientais e certificações ambientais (rastreamento de fornecedores) exigidas.	
Risco de Crédito	Análise de Risco de Crédito Corporativo: ênfase em alavancagem financeira, cobertura de juros (ICSD), rentabilidade operacional e evolução patrimonial	