

Tema: Quase maduro

Veículo: Revista Capital Aberto

Editoria: Workshop Capital Aberto

Veiculação: Impressa

Páginas: 26 a 30

Documento: Entrevista

Área: Mercado de Capitais

Data: Setembro de 2014

Porta-voz / Autor: ABONAMIN



Emissões de certificados de recebíveis do agronegócio aceleram, mas dificuldades na obtenção de rating e na concessão de garantias ainda inibem ofertas

Por Luciana Del Caro

Quase maduro

Criado há uma década pela Lei 11.076, o certificado de recebíveis do agronegócio (CRA) demorou a germinar no mercado de capitais. Diferentemente de seu primo bem-sucedido, o certificado de recebíveis imobiliários (CRI), cujo estoque na Cetip beirava R\$ 50,2 bilhões em julho, o CRA acumulava um número bastante inferior: R\$ 1,1 bilhão. O montante, contudo, é 110% maior do que o valor registrado um ano atrás e totalmente distinto dos R\$ 992 mil computados em janeiro de 2009. Sinal de que o título vem ganhando terreno na cadeia do agronegócio e também nos portfólios dos investidores — em sua maioria, clientes do private banking.

Eles vêm sendo atraídos pelo rendimento generoso do papel — entre 106% e 113% do CDI —, em parte propiciado pela isenção de imposto de renda para a pessoa física. “Existe uma demanda forte por títulos de empresas com nomes conhecidos, rating bom, prazos curtos e taxas atrativas”, avalia Fernanda Mello, sócia da Octante, securitizadora especializada em agronegócio. Se há demanda, então, o que falta para termos uma safra robusta de ofertas? Com o objetivo de debater a questão, a CAPITAL ABERTO promoveu, em 6 de agosto, o workshop “O agronegócio e o mercado de capitais: os CRAs como alternativa ao crédito agrícola”, no Instituto Internacional de Ciências Sociais (IICS), em São Paulo.



Falta uma instrução da CVM específica para os CRAs. A emissão do título se baseia na norma 414, que regula os CRIs

Entre os emissores que se renderam à atratividade do CRA está a Cheminova. A produtora de defensivos agrícolas cedeu recebíveis para três ofertas ao longo dos dois últimos anos, que somaram R\$ 120,3 milhões. A primeira captação ocorreu em maio de 2012, quando R\$ 25 milhões foram angariados por meio de uma oferta feita pela Instrução 476 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A norma prevê esforços restritos de venda, ou seja, a emissão pode ser dirigida a 50 investidores e comprada por até 20. Na ocasião, oito pessoas físicas adquiriram os títulos. Nas ofertas seguintes, a Instrução 400 foi utilizada, com o intuito de atingir um público mais amplo. O esforço de pulverização deu certo. Na segunda



emissão, em dezembro de 2012, 125 investidores compraram os papéis. Na terceira, em dezembro de 2013, 114 pessoas físicas aderiram.

"O mercado de capitais terá um papel cada vez mais importante para o agronegócio", destaca Moacir Ferreira Teixeira, sócio-executivo da Ecoagro, especializada na estruturação de operações financeiras para o agronegócio. A expectativa é que o setor, hoje responsável por 20% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro, demande cada vez mais investimentos para se expandir. E, assim como em outros segmentos da economia, as tradicionais fontes de financiamento devem ser insuficientes para atender à procura. Encontra-se precisamente aí o espaço para o mercado de capitais.

Hoje, os produtores buscam empréstimo, principalmente, em três fontes: nas empresas de comércio internacional (tradings) e nas indústrias de agroquímicos, que financiam a compra de insumos necessários para a produção; nos bancos estatais, que oferecem crédito subsidiado; e nas instituições financeiras privadas, obrigadas a destinar 34% dos depósitos à vista ao setor agropecuário. Os dois primeiros agentes convivem com limitações. As tradings e as fabricantes de agroquímicos estão com sua capacidade de financiamento esgotada. Os bancos públicos, por sua vez, só podem oferecer crédito a taxas mais baratas aos pequenos e médios produtores.

Ao securitizar recebíveis, a Cheminova melhorou seus indicadores. "Fizemos uma captação sem precisar aumentar o passivo", relata Luiz Antonio Alves Guimarães, diretor financeiro da companhia. Ao contrário de um financiamento bancário, o dinheiro proveniente da securitização vai direto para o caixa, sem ser registrado como dívida no balanço. Além disso, ao reduzir o valor de contas a receber, a operação deu fôlego para a produtora de defensivos agrícolas fazer novas concessões de crédito a seus clientes, prática comum nessa indústria.



Bruno Cerqueira,
sócio da PMKA



Fernanda Mello,
sócia da Octante



Jean-Pierre Cote
Gil, gestor da
Western Asset



Luiz Antonio Alves
Guimarães, diretor
financeiro da
Cheminova



Mauro Tukiya,
diretor da divisão
de financiamento
estruturado do
Bradesco BBI



Moacir Ferreira
Teixeira, sócio-
executivo da
Ecoagro



Ricardo Maia da
Silva, gerente da
superintendência de
registros de valores
mobiliários da CVM

Garantia difícil

Alguns motivos explicam por que, apesar dos atrativos, as emissões de CRA ainda não fazem jus à pujança do agronegócio no País. E eles vão muito além da falta de familiaridade do produtor com o mercado de capitais. Um dos entraves é o estabelecimento de garantias para esse tipo de operação. Se no CRI os imóveis que lastreiam os recebíveis costumam ser dados como salvaguarda em caso de calote, no CRA as safras não são tidas como boa proteção, já que estão sujeitas a quebras e problemas de qualidade. O penhor de cana, por exemplo, é uma garantia fraca — mesmo que o credor receba a posse do insumo como pagamento de um débito não saldado, a cana perde o teor de açúcar um dia após colhida. Seria necessário transportá-la para uma usina que a processe a tempo, algo nem sempre é possível.

Por isso, muitas operações possuem seguros financeiros ou dão como proteção ativos reais — imóveis, por exemplo. Foi o que ocorreu na emissão de R\$ 270 milhões em CRAs da Coteminas, finalizada em junho. Como proteção em caso de inadimplência dos recebíveis, os certificados ofereciam 120% do valor da emissão em imóveis do grupo. "Não trabalhamos com a hipótese de mercado secundário ao comprar CRAs; por isso, focamos muito na análise das garantias quando olhamos uma operação", explica Marcelo Mello, vice-presidente da SulAmérica Investimentos.

Outro obstáculo enfrentado por esse mercado é a ausência, nas principais agências de rating, de modelos para a análise de risco do certificado, observa Mauro Tukiya, diretor da divisão de financiamento estruturado do Bradesco BBI. De acordo com o executivo, apenas três das sete emissões do título feitas em 2013 possuíam classificação de risco. Elas somavam R\$ 158 milhões, num total de R\$ 856 milhões.

O impasse, segundo Tukiya, é que, para distribuir o CRA aos clientes, as áreas de private banking exigem ratings elevados. Sem entender apro-

priadamente o produto, as agências de classificação de risco adotam uma postura conservadora: "Geralmente, elas acabam atribuindo rating mais baixos aos CRAs", diz Jean-Pierre Cote Gil, gestor do Western Asset. A situação se torna ainda mais crítica quando envolve certificados de recebíveis pulverizados (com vários devedores). De acordo com Fernanda, da Octante, esse tipo de CRA só consegue nota boa se for de indústria que forneça insumos aos produtores há muito tempo e, portanto, possua histórico de crédito.

Da costela do CRI

Outra questão sensível no mercado de CRA é a ausência de uma instrução da CVM voltada ao produto. A emissão do título se baseia na norma 414, que dispõe sobre os CRIs. Essa situação gera, muitas vezes, situações curiosas, já que a natureza do crédito imobiliário e do agronegócio são bastante distin-

tas. A regra de CRI, por exemplo, veta a emissão de títulos com preço unitário inferior a R\$ 300 mil se o imóvel não tiver habite-se ou patrimônio de afetação constituído (segregação facultativa dos recursos da construtora ou incorporadora destinados a determinado empreendimento). A pergunta que fica então é: o que seria equivalente no agronegócio?

A transposição da Instrução 414 ao contexto do agronegócio também gera confusão quando se fala em concentração de devedores. A regra proíbe que o devedor represente mais de 20% de uma carteira de recebíveis, exceto se for uma instituição financeira, companhia aberta ou empresa que archive suas demonstrações financeiras na CVM. A maioria dos cedentes de recebíveis de agronegócios são pessoas físicas, grandes produtores rurais ou cooperativas — os quais não se enquadram nessa exceção, inviabilizando algumas

operações. "Cabe um estudo para verificar se esse ponto se aplica aos CRAs", opina Bruno Cerqueira, sócio do PMKA.

A CVM não pretende lançar uma instrução específica para o CRA, ao menos no momento. E, para alguns participantes do mercado, é melhor assim. Eles acreditam ser prudente aguardar um desenvolvimento maior do mercado antes de provê-lo com uma regra que possa se mostrar inadequada, dado o histórico ainda parco de operações com o título. A resolução de outro entrave regulatório, por ora, é considerada mais premente: "Para que o CRA se desenvolva, é necessário antes modernizar a legislação dos títulos do agronegócio, como a cédula do produto rural (CPR), que muitas vezes lastreia o CRA", analisa Carlos Ratto, diretor da Cetip. Pela Lei 8.929, a CPR não é um título escritural, mas físico, que precisa ser registrado em cartório. Portanto, quando usado como lastro de uma se-



curitização, deve passar pela repartição para ser transferido à securitizadora, que então emitirá o CRA. Se as CPRs forem de vários produtores e possuírem valores pequenos, o trâmite torna o trabalho e o custo para viabilizar uma operação maiores que seus benefícios. "Da forma como a lei está hoje, não vemos um crescimento muito grande para o CRA", lamenta Ratto.

Adubo para emissões

Outras melhorias, além das regulatórias, podem fertilizar o mercado do agronegócio. Uma delas é a emissão do produto em moeda estrangeira. Se feita em dólar, por exemplo, ela isentaria os aplicadores internacionais do risco cambial. "Esses investidores sempre aportaram recursos no setor", observa Cerqueira, do PMKA. Cabe ponderar, todavia, que os pagamentos em dólar no Brasil são vetados pela legislação fundadora do Plano Real — exceto aqueles direcionados a investidores do exterior, com lastro indexado à moeda estrangeira. Considerando que as commodities são atreladas ao dólar, e elas são os lastros dos CRAs, a oferta do título em moeda estrangeira seria possível, na visão de alguns participantes do mercado. "O que não dá para fazer é um CRA descasado do lastro, seja no índice [de remuneração do ativo], seja no prazo", afirma Ricardo Maia, gerente da superintendência de registros de valores mobiliários da CVM.

Como nenhuma operação de CRA em dólar foi realizada até hoje, ela precisaria passar pelo crivo da CVM. Após análise pelo departamento técnico, a questão provavelmente seria endereçada ao colegiado da autarquia. Também poderia ser levada ao Banco Central (BC), que assina com a CVM a Decisão-Conjunta 13, que versa sobre a remuneração dos CRIs e das debêntures. Só depois, sairia o veredito final.

Incentivar os grandes bancos a adquirir o título é outra proposta para fomentar o segmento. Esse movimento poderia ocorrer, na visão de Cerqueira,

Uma proposta é o Banco Central passar a aceitar a aplicação em CRA como forma de cumprir a exigibilidade do crédito rural. Hoje, os empréstimos para o segmento estão aquém do que poderiam ser, porque os bancos conhecem pouco o agronegócio. Alguns acabam arcando com o ônus de ter os recursos recolhidos como compulsório sem remuneração

caso a aplicação em CRA fosse aceita pelo BC como forma de cumprir as exigibilidades do crédito rural (direcionamento obrigatório de 34% dos depósitos à vista para financiar o setor). Hoje, o empréstimo para o segmento está aquém do que poderia. Por conhecer o agronegócio apenas superficialmente, algumas instituições acabam não cumprindo o requisito. Arcam, por conseguinte, com o ônus de ter os recursos recolhidos pelo BC na forma de compulsório sem nenhuma remuneração. Outras cumprem a regra investindo em depósitos interfinanceiros (DI) rurais com baixa remuneração. Para mudar esse cenário, seria fundamental as securitizadoras especializadas em agronegócio educarem os bancos. Cerqueira acredita que elas dariam mais segurança às instituições financeiras para atuar no segmento e investir em CRAs.

Educação é, por sinal, um ponto crucial para o desenvolvimento do título. "Os cedentes dos créditos, que são muitas vezes os produtores rurais, desconhecem o CRA e seus benefícios", comenta João Paulo Pacífico, diretor da Gaia. A escassa familiaridade, contudo, não se limita a esse público — não raro, milionários cujo patrimônio como pessoa física se mistura com o da jurídica. Também se aplica a grandes empresas no interior, com porte para ceder recebíveis, mas pouco profissionalizadas.

Ainda assim, paulatinamente, o setor do agronegócio vem conhecendo o instrumento. Alexei Bonamin, sócio do escritório Tozzini Freire, lembra que, no início, os CRAs eram emitidos principalmente pelas grandes produtoras de insumos — como a própria Cheminova e a Syngenta. Agora, há também companhias dos setores sucroalcooleiro, de soja, algodão e café cedendo recebíveis para a emissão do produto financeiro. A tendência, acredita, é cada vez mais produtores de outras culturas se aproximarem do título. Uma ótima notícia para as securitizadoras e também para os investidores que aguardam novas safras de CRA. 