

A financeirização do Agronegócio: Explorando os Certificados de Recebíveis do Agronegócio como um meio de financiamento para o setor

João Francisco Thives da Luz Fontes^{(1)*}, EneDIR Ghisi⁽²⁾

⁽¹⁾ Acadêmico do curso de Agronomia do Centro de Ciências Agrárias da Universidade Federal de Santa Catarina. Rod. Ademar Gonzaga, 1346, Bairro Itacorubi, Caixa Postal 476, CEP 8840-900, Florianópolis-SC, Brasil.

⁽²⁾ Professor do Depto. de Engenharia Civil, Centro Tecnológico da Universidade Federal de Santa Catarina. Rua: João Pio Duarte da Silva, 205, Bairro Córrego Grande Florianópolis - SC – Brasil CEP 88040-900, Florianópolis-SC, Brasil.

*Autor Correspondente - E-mail: jfthives@gmail.com

Resumo

O Certificado de Recebível do Agronegócio (CRA) é um dos principais instrumentos privados de financiamento de empresas do setor agrícola. Este artigo utiliza uma abordagem qualitativa para mapear e avaliar a financeirização do agronegócio por meio do CRA, delineando sua origem, características, estruturação, riscos, garantias, utilizando de estruturações reais como objeto de estudo, expondo as narrativas e objetivos de utilização dos recursos angariados por este tipo de investimento. A metodologia consiste em cinco etapas: levantamento exploratório da história da financeirização, do CRA como veículo de investimento, de casos reais com seleção de um caso de estudo específico, de dados sobre o CRA em fontes oficiais e sistematização dos resultados obtidos. O resultado do estudo mostrou que a utilização do CRA como meio de financiamento vem crescendo no Brasil, com 307 emissões realizadas totalizando 42,3 bilhões de reais em volume financeiro em 2022. Os investidores pessoas físicas são os principais credores das emissões realizadas representando 57,7% do volume financiado de 2017 a 2023.

Palavras-chave: Financeirização da agricultura, financiamento privado, estruturação e emissão de CRA

Abstract

The Agribusiness Receivable Certificate (ARC) is one of the main private funding instruments for companies in the agricultural sector. This article employs a qualitative approach to map and evaluate the funding of agribusiness through the Agricultural Receivable Certificate, outlining its origins, characteristics, structuring, risks and guarantees, utilizing real emissions as the object of study, exposing the narratives and objectives of funding utilization garnered by this type of investment. The methodology consists of five stages: exploratory surveying of the history of funding, ARC as a way of investment, real emissions with the selection of a specific case study, data on ARC from official sources and the systematization of the results obtained. The results showed that the use of ARC as a mean of financing has been growing in Brazil, with 307 emissions conducted, totaling 42.3 billion reais in 2022. Individual investors are the

main creditors of these emissions, representing 57.7% of the financed volume from 2017 to 2022.

Keywords: Funding of agriculture, private financing, structuring and emission of CRA

Introdução

O agronegócio no Brasil é responsável por uma fatia considerável do Produto Interno Bruto todos os anos, com participação de aproximadamente 25% em 2022 (CONFEDERAÇÃO DA AGRICULTURA E PECUÁRIA DO BRASIL, 2023). Uma das características do setor agrícola é a dependência ao crédito como principal fonte de financiamento (SERVO, 2019). Por meio do plano safra 2023/2024 foram disponibilizados mais de 364 bilhões de reais em recursos para o setor, com enfoque no fortalecimento dos sistemas de produção ambientalmente sustentáveis. Do montante disponibilizado, 272,12 bilhões de reais são destinados ao custeio e comercialização e 92,1 bilhões de reais são destinados para investimentos (BRASIL, 2023). O plano safra é um programa do governo federal, que teve início em 2002 e tem o propósito de direcionar recursos públicos para fortalecer e viabilizar as atividades do setor. Os objetivos de cada plano safra vem se tornando cada vez mais especializados, complexos e detalhados (Frente Parlamentar da Agricultura, 2023).

A financeirização é uma transformação de processos inter-relacionados em que as finanças expandem sua influência para além do mercado, com um processo mais abrangente de reestruturação produtiva, envolvendo diversos fatores políticos e tecnológicos interligados (VAN DER ZWAN, 2014). Segundo Massuquetti, Souza e Beroldt (2010), a origem do crédito rural no Brasil advém do ano de 1964 com a criação do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG) para a expansão do setor agrícola para a produção de alimentos para o mercado interno e produção de *commodities* agrícolas para exportação. A forma encontrada pelo governo para operacionalizar o PAEG foi a criação do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR) (1965-1966) tendo como função prover financiamento ao setor agrícola brasileiro. O SNCR obteve êxito até o final da década de 1970, exercendo papel fundamental na expansão da agricultura brasileira trazendo consigo ganhos em produtividade, aumento da margem de lucro, uso racional do solo etc. Na década de 1970, por meio de um conjunto de mudanças institucionais, reformas legislativas e inovações tecnológicas, o processo de financeirização tornou estas relações cada vez mais envolvidas com o mercado financeiro, permeando todas as etapas da cadeia produtiva (SANTOS et al., 2022).

De acordo com Massuquetti (1998), a partir de 1979, foi tomado um novo rumo na política de financiamento agrícola no Brasil, com a elevação e diversificação das taxas de juros, o beneficiamento dos pequenos proprietários e das regiões Norte e Nordeste. A maior exigência da participação de recursos próprios dos agricultores e o favorecimento do crédito de custeio em relação ao crédito de investimento tornou o acesso ao crédito mais restritivo, afetando os agentes do setor que não atendiam aos critérios de preferência. As mudanças na política de financiamento agrícola e o esgotamento das fontes tradicionais de financiamento do setor são explicados pelos impactos econômicos da crise do petróleo em 1979, tendo forte impacto na economia brasileira, cujo crescimento somente foi retomado em 1984. Este período foi seguido pela redemocratização do país, ocorrendo em um momento de recessão econômica, o qual perdurou até o final da década de 1980.

Segundo Dias (1995), este contexto econômico alterou a dinâmica tradicional do financiamento agrícola no Brasil, com o governo reduzindo seu papel no financiamento do agronegócio brasileiro a partir dos anos 1990, de forma que a iniciativa privada passou a ter papel mais significativo no financiamento do setor. Cabe ressaltar que a entrada do setor privado na financeirização da agricultura só foi possível devido à criação do SNCR e de seu papel inclusivo na dinâmica de distribuição de capital. Com a criação da Lei 11.076 de 30 de dezembro de 2004 (BRASIL, 2004a), foram introduzidos instrumentos de dívida e securitização, com incentivos fiscais, permitindo que o produtor rural utilize de valores mobiliários para a captação de recursos, criando-se assim, uma maior diversificação de fontes de financiamento para o setor.

De acordo com Servo (2019), ainda nos dias atuais, o crédito rural no Brasil sofre significativa intervenção do poder público, levando à elevada regulamentação, fixação de juros, direcionamento de recursos, concessão de subsídios explícitos e implícitos e programas de renegociação de dívida. O alto nível de regulação e burocracia para acesso ao crédito rural resultam em prazos médios elevados para sua concessão, sendo 41 meses para taxas reguladas, 29 meses para taxas de mercado e 86 meses para as linhas do Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES) associadas em sua maioria a linhas de financiamento de máquinas e equipamentos (Finame). Desta forma, observou-se nos últimos anos, o crescimento na participação dos recursos não controlados, como Letras de Crédito do Agronegócio (LCA), Cédulas do Produto Rural (CPR) e Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) no financiamento do agronegócio.

O mercado financeiro é um ambiente em que a transação de ativos financeiros pode ser realizada, tal como títulos de dívida, câmbio, *commodities*, participação acionária em empresas, entre outros (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2017). Por intermédio do mercado financeiro, uma pessoa sem vínculo direto com o agronegócio é capaz de obter participação nos lucros de uma fazenda localizada em qualquer local do Brasil, por meio dos dividendos, que são os lucros de uma empresa distribuídos aos acionistas como forma de retorno sobre seus investimentos (GITMAN; ZUTTER, 2014). Essas distribuições podem ser feitas regularmente, geralmente em dinheiro, ou na forma de ações adicionais da empresa, dado que ela esteja listada na bolsa de valores. A bolsa de valores é local ou sistema adequado à realização de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, o qual é organizado e fiscalizado por seus membros e pela Comissão de Valores Mobiliários (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2023).

Outra possibilidade é através do financiamento direto de empresas do ramo, que pode ser feito por meio de títulos de dívida. Existe uma ampla gama de opções para quem deseja se expor ao agronegócio, seja via financiamento de operações que ocorrem na economia real (que lida com bens e serviços), ou via participação em empresas do setor.

Segundo a Brasil, Bolsa e Balcão (2023), os CRAs são títulos de renda fixa lastreados em recebíveis originados de negócios entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros. Abrangem financiamentos ou empréstimos relacionados à produção, à comercialização, ao beneficiamento ou à industrialização de produtos, insumos agropecuários ou máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária. Nessas operações, as empresas cedem seus recebíveis para uma securitizadora, que emitirá os CRAs e os disponibilizará para negociação no mercado de capitais, geralmente com o auxílio de uma instituição financeira. Por fim, essa securitizadora irá pagar a empresa pelos recebíveis cedidos. Desse modo, a empresa conseguirá antecipar o recebimento de seus recebíveis.

Silva e Ferreira (2020) asseveraram que a securitização é uma forma de transformar os recebíveis em títulos negociáveis, possibilitando que empresas obtenham recursos financeiros com base nesses ativos.

De acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2023), como o CRA possui como garantia de pagamento os próprios recebíveis da empresa tomadora, gera-se maior segurança aos investidores. O CRA é regulamentado pela

Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pode ser negociado na bolsa de valores, o que aumenta a sua liquidez e possibilita a diversificação da carteira de investimentos.

Andrade e Leal (2020) afirmaram que o CRA tem apresentado rentabilidade mais atrativa em relação a outros investimentos de baixo risco, como a poupança. No entanto, é importante ressaltar que o CRA possui riscos, como a possibilidade de inadimplência dos recebíveis ou a variação de preços de *commodities* agrícolas ou fatores específicos do subsetor sendo financiado. Por isso, é fundamental que o investidor avalie os riscos envolvidos antes de investir nesse título.

Em resumo, o CRA é um instrumento financeiro que permite a empresas do setor agropecuário obterem recursos por meio da securitização de seus recebíveis. O título apresenta vantagens como a rentabilidade e a liquidez, mas também possui riscos que devem ser avaliados pelo investidor. Sob a ótica do investidor pessoa física, o CRA possui características vantajosas, como a isenção do imposto de renda retido na fonte (IRRF), cobrado no evento de pagamento de rendimentos, sendo, porém, necessário declarar a titularidade à Receita Federal (BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2023).

Este trabalho busca explorar em detalhe a modalidade dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) como meio de financiamento do agronegócio com recursos advindos de pessoas físicas.

Objetivo

O objetivo deste trabalho é mapear e avaliar a financeirização do agronegócio por meio do Certificado de Recebível do Agronegócio, delineando sua origem, características, estruturação, riscos, garantias, utilizando de estruturações reais como objeto de estudo, expondo as narrativas e objetivos de utilização dos recursos angariados por este tipo de investimento.

Materiais e Métodos

A pesquisa realizada para a elaboração do trabalho foi conduzida com base no método qualitativo de levantamento de dados de acordo com Richardson (1989), sem empregar um instrumental estatístico como base de análise. O levantamento de dados para o trabalho passou

por cinco etapas, buscando definir como o Certificado de Recebível do Agronegócio configurou-se como um instrumento privado de financeirização para o agronegócio e a forma como este processo ocorre na prática. Em termos dos procedimentos utilizados em cada etapa, apresentam-se as cinco etapas detalhadas a seguir:

1. Levantamento exploratório da história da financeirização da agricultura como um todo, buscando definir a financeirização, entender o surgimento da necessidade de financiamento presente atualmente na agricultura brasileira e expor o contexto histórico que levou à criação do CRA como opção de financeirização do produtor rural;
2. Levantamento exploratório do CRA como veículo de investimento, sob a ótica do credor e do devedor, objetivando definir suas características, vantagens, riscos, estruturação, emissão e regulamentação;
3. Levantamento exploratório de exemplos reais de CRA, com posterior definição de um caso específico para estudo visando entender e expor a atratividade do financiamento de uma operação do agronegócio sob a ótica do investidor e aprofundamento nos riscos da operação conforme são apresentados;
4. Levantamento exploratório de dados relacionados aos CRAs em fontes oficiais e regulatórias para traçar uma linha do tempo quanto ao número de emissões, volume financeiro emitido e exemplificar as taxas de remuneração efetivamente praticadas pelo mercado;
5. Sistematização das informações, análise e exposição dos resultados e discussões alcançadas com o trabalho.

Resultados e Discussões

O processo de emissão de um CRA

De acordo com Assaf Neto e Lima (2023), o processo de emissão de um CRA envolve diversas etapas, que são descritas a seguir:

1. Originação: a primeira etapa é a originação dos créditos do agronegócio que servirão como lastro para a emissão do CRA. Esses créditos podem ser originados por diversos agentes do setor, como produtores rurais, cooperativas, indústrias agropecuárias, entre outros;

2. Cessão dos créditos: estes créditos são cedidos pelo originador para uma empresa securitizadora, a qual estruturará a operação de emissão do CRA;
3. Estruturação: a securitizadora estrutura a operação de emissão do CRA, a qual envolve a definição das características do título, como prazo, indexador, forma de pagamento e amortização etc. e a montagem do *pool* de créditos que irá lastrear o título;
4. Emissão: com a estruturação da operação definida, a securitizadora emite os CRAs, que serão negociados no mercado para investidores interessados em adquiri-los;
5. Registro na CVM: a emissão do CRA precisa ser registrada na CVM (órgão regulador do mercado de capitais no Brasil). A securitizadora deve apresentar à CVM diversas informações sobre a operação, como o prospecto de emissão, as informações sobre os créditos que lastreiam o título, entre outras;
6. Distribuição: concluído o registro na CVM, os CRAs são distribuídos no mercado por meio de uma oferta pública. Os investidores interessados em adquirir esses títulos podem comprá-los por meio de uma corretora ou banco de investimentos;
7. Pagamento dos recebíveis: os recursos obtidos com a emissão dos CRAs são repassados ao originador dos créditos, o qual continua responsável por receber os pagamentos dos recebíveis e repassá-los para os detentores dos CRAs;
8. Amortização dos CRAs: os CRAs têm prazo de vencimento e são amortizados ao longo desse período, de acordo com as condições definidas no prospecto de emissão. Ao final do prazo, os detentores dos CRAs recebem o valor integral investido nos títulos, junto com os juros e correção monetária.

O processo de emissão de um CRA pode ser complexo e envolve diversos agentes do mercado financeiro e do setor agropecuário. Contudo, esse instrumento tem se mostrado importante para o financiamento do agronegócio no Brasil, pois permite que empresas do setor obtenham recursos financeiros privados a juros mais baixos, contribuindo assim para o desenvolvimento do setor.

A emissão de CRAs é altamente regulada pela CVM e necessita de diversos documentos e processos para que seja realizada, de acordo com a documentação para Oferta Pública - RCVM 160, assim descrita (BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2023):

1. Pedido de Admissão;
2. Termo de Securitização;

3. Declaração da Instituição Custodiante nos termos da Lei 10.931 (BRASIL, 2004b), conforme o caso;
4. Declaração Agente Fiduciário Resolução CVM 17;
5. Comprovação da natureza jurídica de Companhia com registro de emissor junto à CVM, caso seja a primeira emissão da Securitizadora;
6. Cópia do ofício ou comprovação de concessão de registro de oferta pública pela CVM;
7. Disponibilização dos documentos da oferta– Aviso ao Mercado, Prospecto, Lâmina e Anúncios, se for o caso;
8. Comunicado de encerramento de oferta pública.

A documentação específica necessária para emissão de oferta privada é a seguinte:

1. Pedido de Registro de Oferta Privada – CRA;
2. Termo de securitização;
3. Declaração da instituição custodiante nos termos da Lei 10.931 (BRASIL, 2004b).

As emissões de CRAs, contam com um documento oficial, denominado “Prospecto definitivo da oferta pública de distribuição”, o qual é emitido pela securitizadora e de acesso público, em geral constando os seguintes dados e informações:

1. As principais características da oferta;
2. A destinação dos recursos e objetivos;
3. Os fatores de risco;
4. O cronograma das etapas da oferta (início, término, possível prorrogação e datas);
5. A composição do capital social e capitalização de securitizadora;
6. Restrições à direitos dos investidores;
7. Outras características da oferta;
8. Estrutura da operação;
9. Informações sobre os direitos creditórios;

10. Informação sobre os originadores;
11. Informações sobre os devedores e os avalistas;
12. Relacionamentos e conflitos de interesses;
13. Contrato de distribuição;
14. Documentos ou informações incorporados ao prospecto definitivo;
15. Identificação das pessoas envolvidas;
16. Outros documentos e informações que a CVM julgar necessários.

O prospecto definitivo possui todas as informações pertinentes à oferta. Devido à extensão e profundidade das informações contidas no prospecto definitivo, é elaborado outro documento denominado “Lâmina”, o qual traz as informações contidas no prospecto definitivo, de forma dinâmica e concisa.

Outro documento usualmente elaborado nas emissões de CRAs é o “Material publicitário”, tendo como alvo o investidor e consiste em um material dinâmico, com gráficos e informações concisas da oferta, focando fortemente na narrativa do investimento e o motivo financeiro da emissão. O objetivo deste documento é divulgar dados sobre o setor agrícola específico que a empresa está inserida, suas perspectivas futuras, dados sobre a operação já existente da empresa, o destino do recurso e objetivos com sua utilização e os fatores de risco da operação. O material publicitário é veiculado aos possíveis credores da empresa tomadora do CRA, para auxiliar na tomada de decisão de investimento.

Exemplo real de CRA: CRA Bandeirantes

Como referência de um caso real, tem-se o CRA do grupo Riad & Filhos, que foi emitido em março de 2023, buscando financiamento junto ao mercado financeiro no valor de R\$ 115.000.000,00 (cento e quinze milhões de reais). Por meio da análise do material publicitário da oferta, o investidor é capaz de obter todas as informações pertinentes ao investimento, conforme detalhado a seguir.

1. Termos e condições da oferta

Neste tópico, o investidor é capaz de verificar o valor total da emissão (R\$ 115.000.000,00), o valor unitário de um CRA (R\$ 1.000,00), de forma que o investidor pode

investir a partir deste valor, e de seus múltiplos, o prazo da operação (7 anos), a periodicidade de pagamento de juros (mensalmente e sem carência), da periodicidade da amortização do principal investido (anualmente a partir do 24º mês). A taxa sob a qual incidirá o juro recebido pelo investidor é de CDI + 4% ao ano. O pagamento de juro consiste na correção monetária sobre o valor investido e a amortização é a devolução antecipada do valor investido, de forma que quando ocorre, é paga junto com o juro.

2. Panorama setorial

No tópico panorama setorial, é possível verificar os dados sobre os setores em que a empresa está inserida e as perspectivas de crescimento, objetivando construir a narrativa de investimento. O caso apresentado no material publicitário inicia com dados do setor no Brasil e no mundo, expondo os valores brutos de produção agrícola no Brasil em 2020 e 2021 (Figura 1), bem como a posição do Brasil na produção e exportação de produtos agrícolas (Tabela 1).

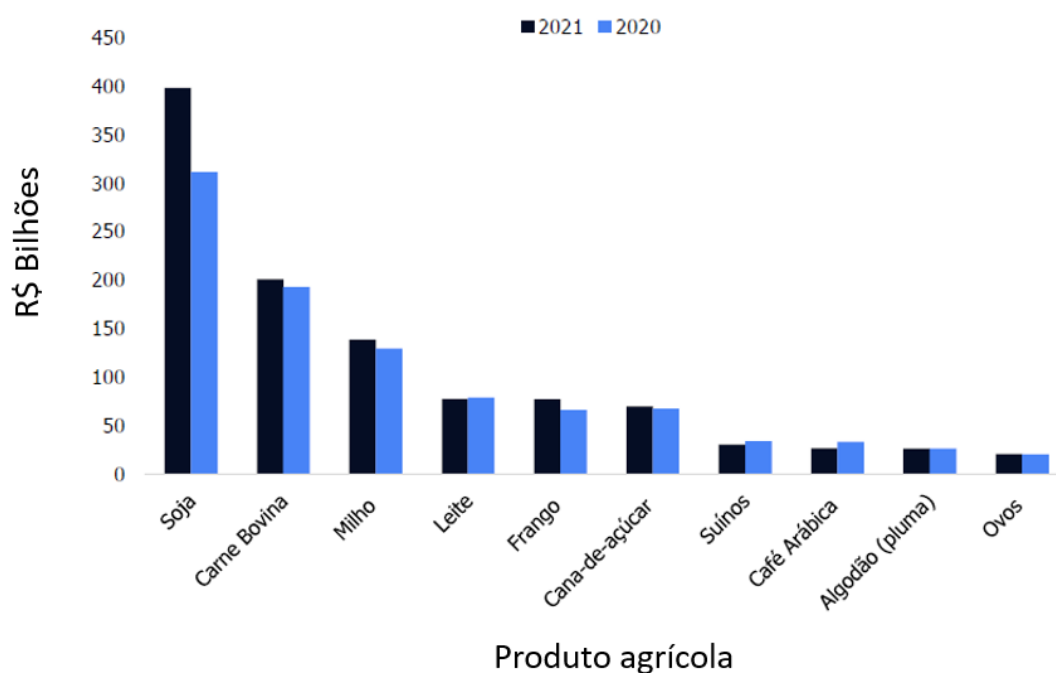


Figura 1. Valor bruto da produção no Brasil em 2020 e 2021.

Fonte: EQI Asset (2023).

Tabela 1. Posição do Brasil na produção, exportação e participação mundial em produtos agrícolas.

Indicador	Soja	Café	Suco de Laranja	Açúcar	Carne de Frango	Carne Bovina
Produção	Maior produtor mundial	Maior produtor mundial	Maior produtor mundial	Maior produtor mundial	3º Maior produtor mundial	2º Maior produtor mundial
Exportação	Maior exportador mundial	Maior exportador mundial	Maior exportador mundial	Maior exportador mundial	Maior exportador mundial	Maior exportador mundial
Participação Mundial (exportação)	50%	33%	75%	36%	32%	24%

Fonte: EQI Asset (2023).

Ainda abordando o agronegócio em geral, o material publicitário traz projeções de crescimento populacional, indicando que a taxa de crescimento anual composta (*compound annual growth rate* – CAGR) é de 0,8% como mostra a Figura 2 e do declínio da quantidade de terra arável per capita no mundo (Figura 3).

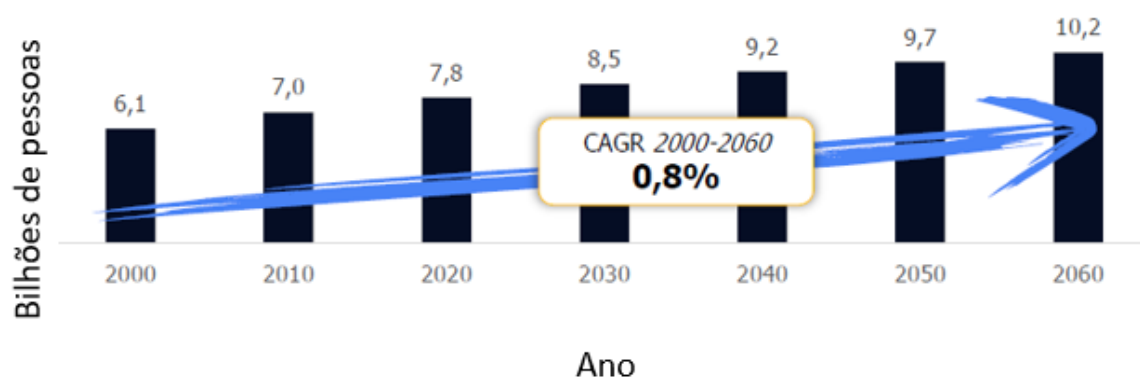


Figura 2. Projeção de crescimento populacional mundial por década.

Fonte: EQI Asset (2023).

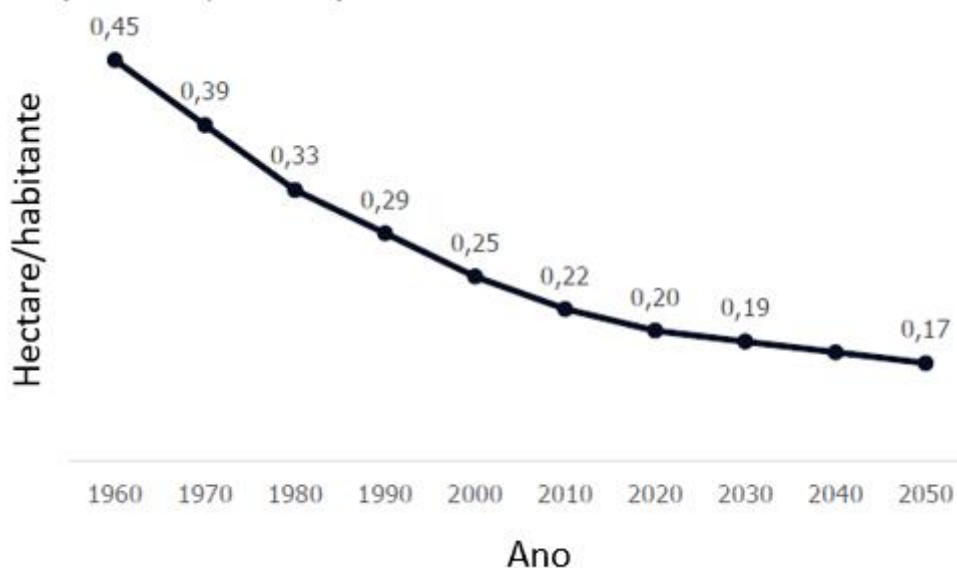


Figura 3. Projeção da terra arável per capita¹ no mundo.

¹Dados indisponíveis para 2040

Fonte: EQI Asset (2023).

Após apresentar os dados sobre o agronegócio brasileiro e mundial, o material publicitário traz dados sobre o setor pecuário brasileiro e mundial, apresentando a evolução do consumo e da produção no mundo (Figura 4) e no Brasil (Figura 5) e a evolução nos preços da arroba de 2018 a 2022 (Figura 6).

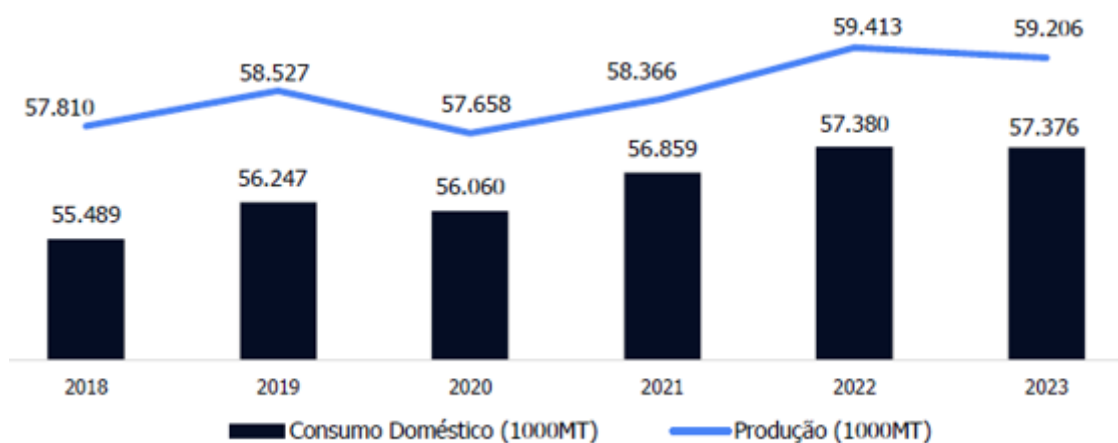


Figura 4. Consumo doméstico e produção mundial de carne bovina em mil milhões de toneladas (Mt).

Fonte: EQI Asset (2023).

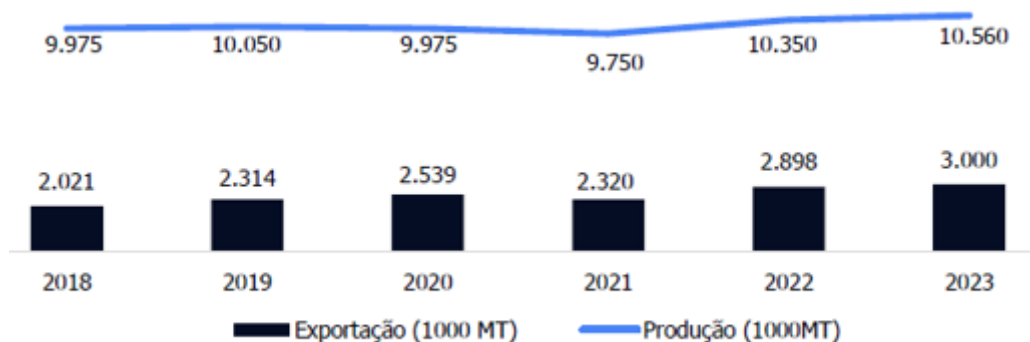


Figura 5. Consumo doméstico e produção de carne bovina no Brasil em mil milhões de toneladas (Mt).

Fonte: EQI Asset (2023).



Figura 6. Crescimento do preço por arroba do boi gordo de 2018 a 2022.

Fonte: EQI Asset (2023).

O próximo setor abordado no material publicitário, é o de produção de cana-de-açúcar e o setor sucroalcooleiro, evidenciando uma queda na área plantada, com aumento de produtividade (Figura 7), o aumento do volume de produção de cana-de-açúcar no Brasil (Figura 8) e os valores de etanol hidratado e anidro (Figura 9).

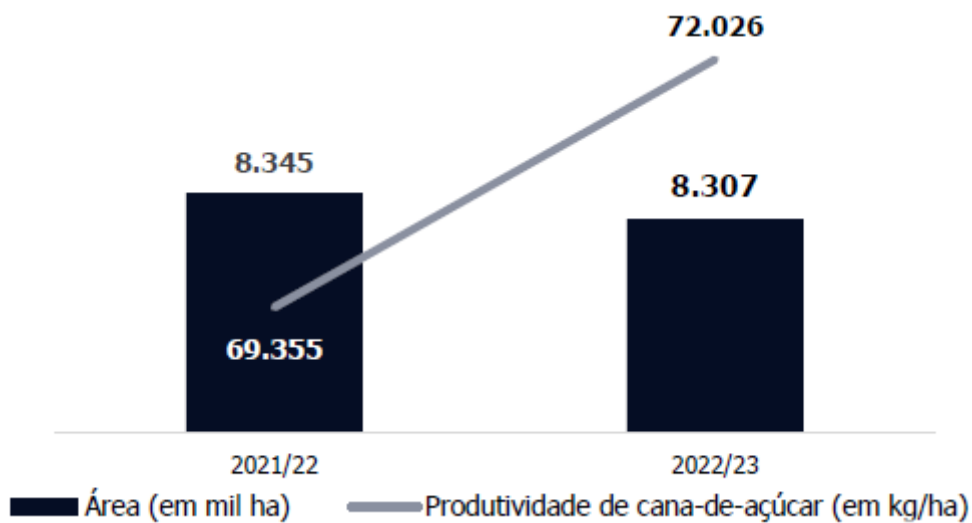


Figura 7. Evolução da safra de 2021/2022 para 2022/2023 em área plantada de cana-de-açúcar e produtividade por hectare no Brasil.

Fonte: EQI Asset (2023).

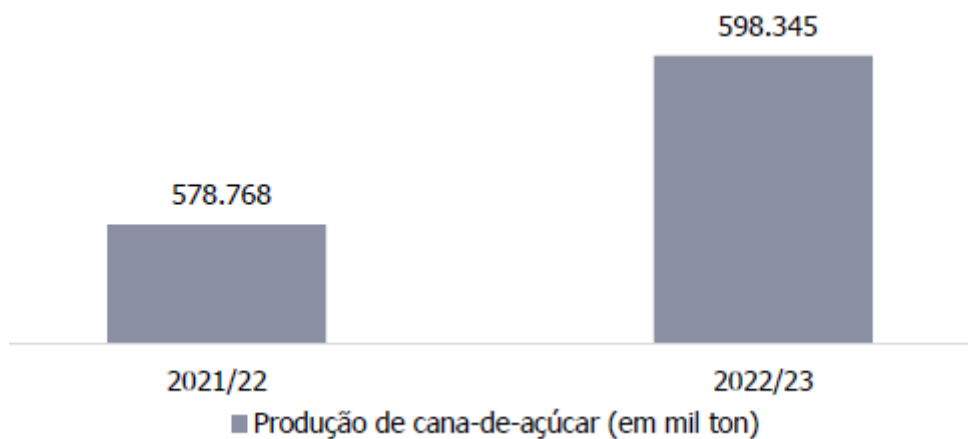


Figura 8. Evolução da safra 2021/2022 para 2022/2023 em volume de produção de cana-de-açúcar no Brasil.

Fonte: EQI Asset (2023).

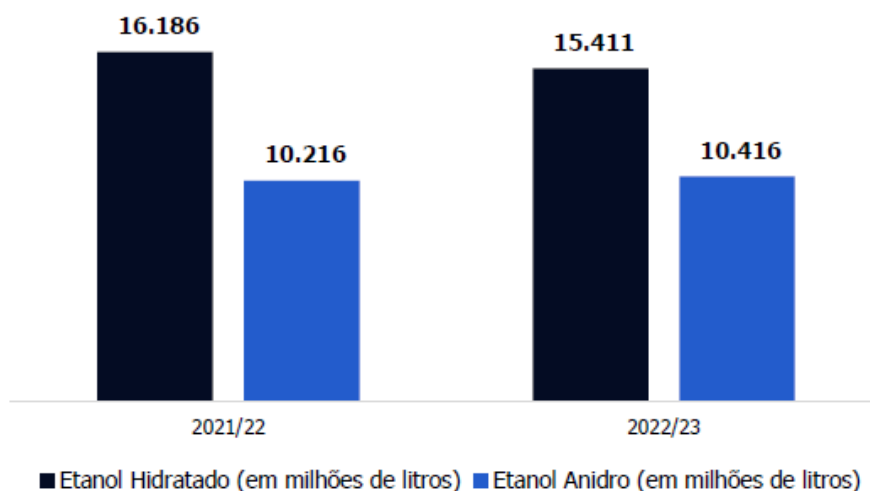


Figura 9. Evolução da produção em milhões de litros de etanol hidratado e anidro na safra 2021/2022 para 2022/2023 no Brasil.

Fonte: EQI Asset (2023).

O último setor abordado é o de grãos, sendo evidenciado no material publicitário o crescimento em área plantada e de produtividade no Brasil (Figura 10), o aumento da produção de grãos no Brasil (Figura 11) e a evolução da produção de milho e soja no Brasil (Figura 12).

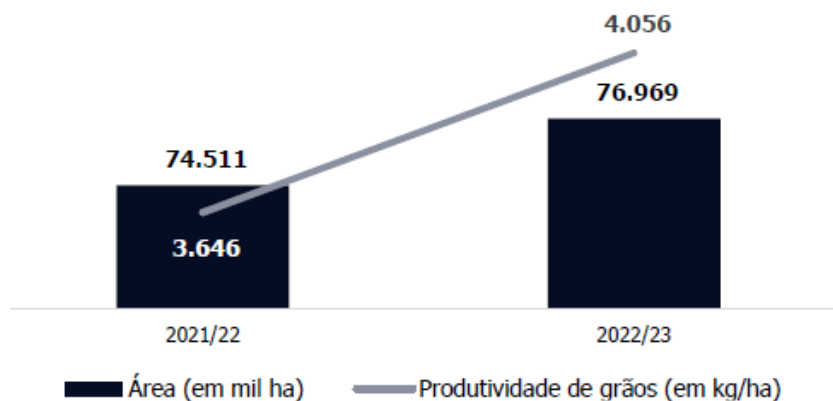


Figura 10. Crescimento na safra de 2021/2022 para 2022/2023 em área plantada e da produtividade por hectare de grãos no Brasil.

Fonte: EQI Asset (2023).

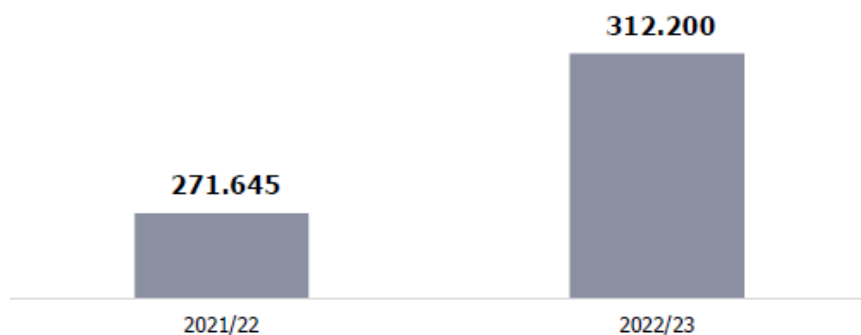


Figura 11. Crescimento na safra de 2021/2022 para 2022/2023 em volume total de grãos produzidos no Brasil.

Fonte: EQI Asset (2023).

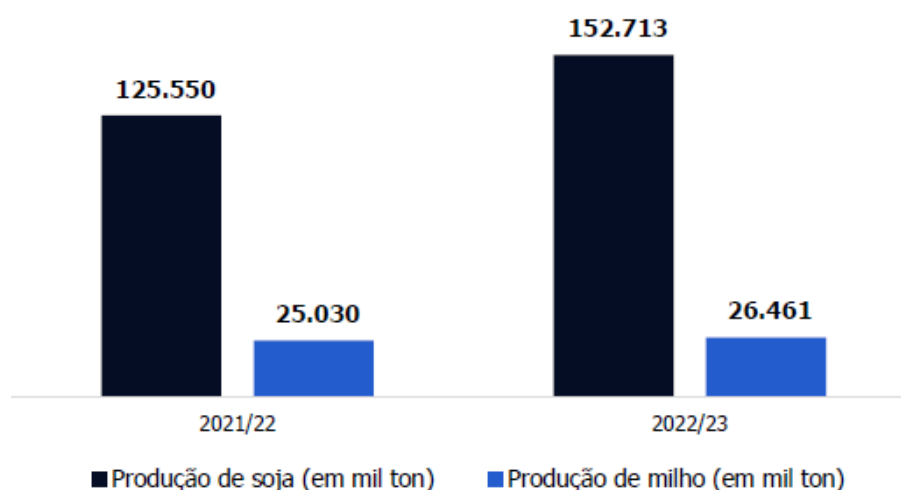


Figura 12. Evolução da safra de 2021/2022 para 2022/2023 em volume total produzido de soja e milho no Brasil.

Fonte: EQI Asset (2023).

Em conclusão, este tópico inicia a construção do “por que” financiar a operação, evidenciando através de dados para os possíveis credores da operação a justificativa econômica da tomada de recurso e viabilidade de pagamento por parte da empresa.

3. *Overview* do grupo

O *overview* do grupo tem por objetivo expor ao investidor dados e informações sobre o grupo Riad & Filhos, que está emitindo a dívida. O documento indica as áreas de atuação do grupo na cadeia produtiva do agronegócio, e a forma como a empresa está estruturada.

O grupo Riad & Filhos possui atuação nos estados de São Paulo (SP) e Goiás (GO), sendo 10.360 hectares de área própria e 6.529 de área arrendada. A produção de soja, cana-de-

açúcar e milho em SP é realizada por meio da empresa Agropecuária Bandeirantes S/A e a produção de soja e milho em GO é feita por meio da Agropecuária 3i. A pecuária em SP e GO também é realizada por meio da empresa Agropecuária 3i. O maquinário do grupo Riad & Filhos é de propriedade da empresa Bandeirantes Locação, e as terras estão na *holding* patrimonial Bandeirantes Administradora de Bens.

Após expor a estrutura do grupo Riad & Filhos, o material publicitário mostra as fontes de receita por atividade agrícola (Figura 13) e a carteira de clientes para cada atividade agrícola, neste caso, a “produção agrícola” se refere às culturas de soja e milho (Figura 14).

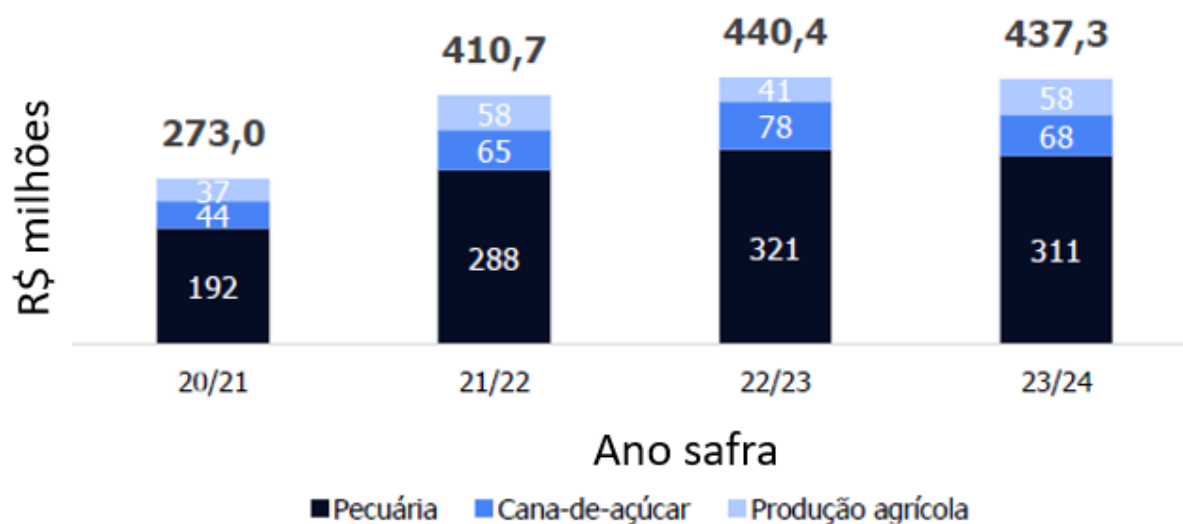


Figura 13. Receita por ano safra em R\$ milhões por atividade agrícola.

Fonte: EQI Asset (2023).

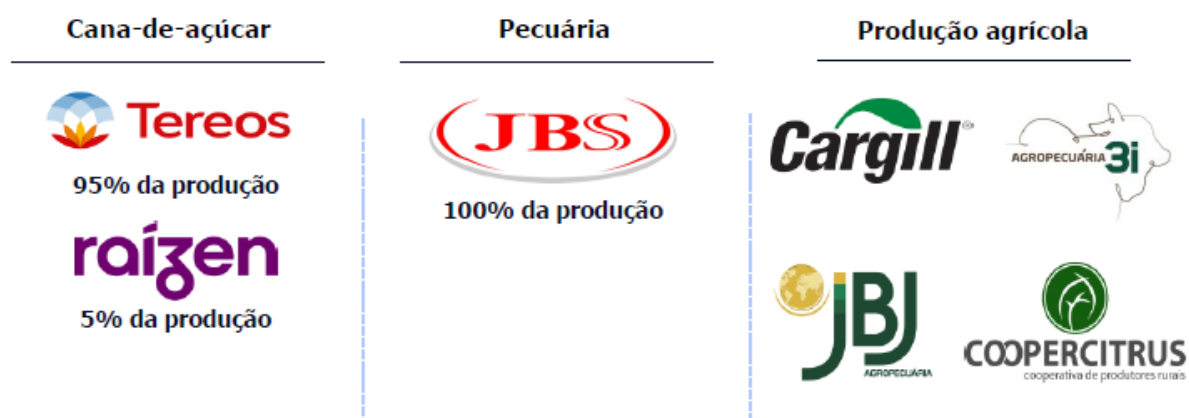


Figura 14. Carteira de clientes por atividade agrícola.

Fonte: EQI Asset (2023).

O material publicitário também mostra ao investidor os dados financeiros do grupo Riad & Filhos e as projeções para os anos seguintes, trazendo a margem bruta (M.B) para cada atividade agrícola (Figura 15). Na Figura 16, o indicador de endividamento comumente utilizado, expondo a dívida líquida dividida pelos lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* – EBITDA).

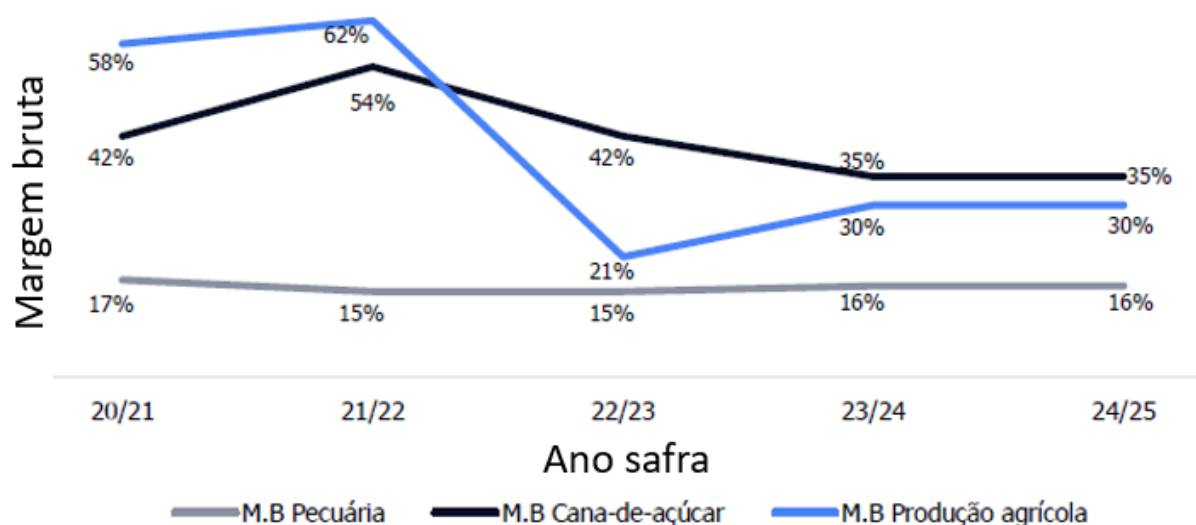


Figura 15. Margem bruta por ano safra.

Fonte: EQI Asset (2023).

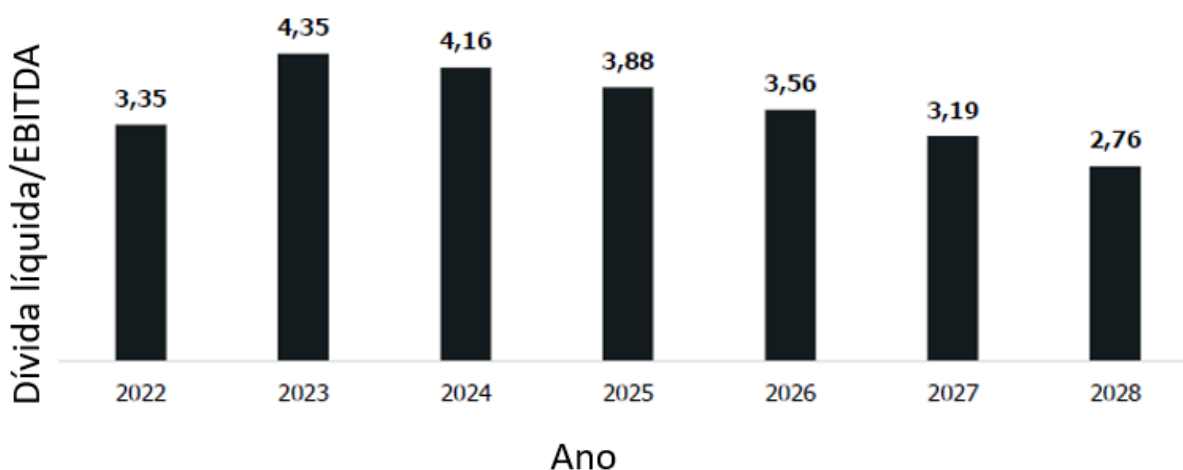


Figura 16. Indicador do grau de endividamento (dívida líquida/EBITDA) do grupo Riad & Filhos.

Fonte: EQI Asset (2023).

Em suma, este tópico entrega ao investidor dados sobre a empresa tomadora da dívida, sua estrutura operacional, áreas de atuação e sua relevância no resultado financeiro e a saúde financeira do tomador da dívida, aprofundando desta forma, a atratividade do investimento para os potenciais credores.

4. Estrutura da operação

Neste tópico, tem-se por objetivo expor o fluxo de utilização do crédito obtido pela empresa e o pagamento de juros e amortização aos investidores (Figura 17), detalhar o destino dos recursos dentro da estrutura operacional da empresa (Figura 18) e minuciar as garantias da operação.

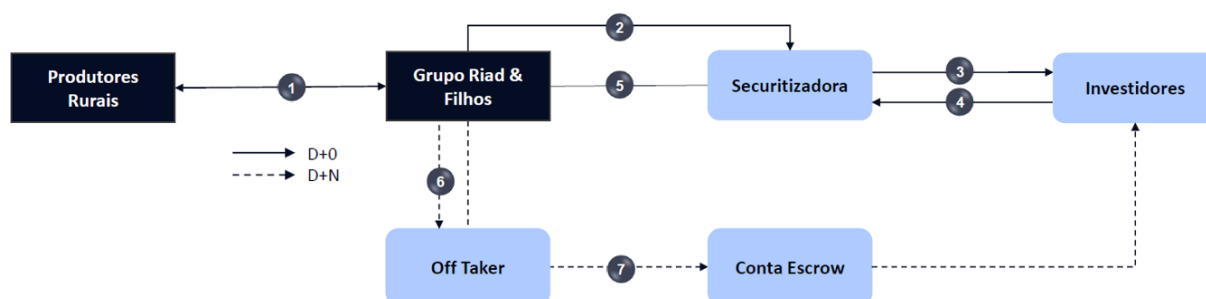


Figura 17. Fluxograma da estrutura da operação do CRA.

Fonte: EQI Asset (2023).

Por meio da análise da Figura 17 é possível entender o fluxo que o crédito dos investidores percorre antes, durante e após ser disponibilizado para o grupo Riad & Filhos. Ressalta-se que as linhas não pontilhadas do fluxograma representam uma movimentação presente e as linhas pontilhadas representam valores que serão disponibilizados em data futura. O fluxograma da Figura 17 apresenta as etapas:

1. O grupo Riad & Filhos compra os bois magros de seus fornecedores, os quais são produtores rurais;
2. O grupo Riad & Filhos emite cédulas de produtor rural financeira (CPR-F) diretamente para a securitizadora;
3. A securitizadora emite CRA, lastreado nas CPR-Fs emitidas pelo grupo Riad & Filhos;
4. Os investidores integram o CRA;
5. A securitizadora disponibiliza o crédito proveniente dos investidores diretamente ao grupo Riad & Filhos;

6. O grupo Riad & Filhos em data futura, após utilização do crédito na atividade pecuária, comercializa os bois gordos para o seu frigorífico parceiro (JBS);
7. Os valores a receber pela aquisição do produto agrícola são pagos para uma conta específica do grupo Riad & Filhos previamente vinculada como garantia do CRA.

O detalhamento da utilização do crédito (Figura 18) evidencia que 50% do recurso será utilizado na rolagem de dívida e o restante será utilizado como capital de giro nas operações de pecuária do grupo Riad & Filho.

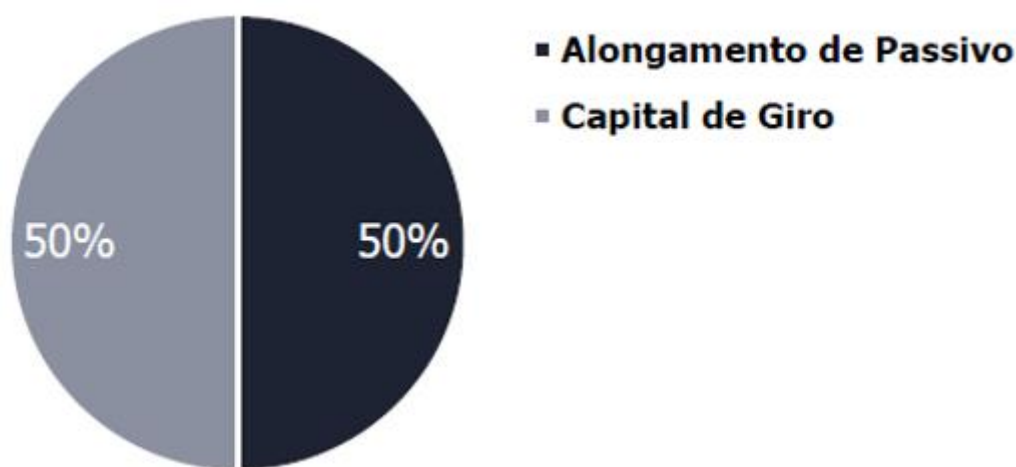


Figura 18. Destinação dos recursos obtidos através do CRA.

Fonte: EQI Asset (2023).

As garantias da operação, descritas em maior detalhe neste tópico, são:

1. Alienação fiduciária da matrícula 9.455 de Aruanã/GO (Fazenda Maravilha do Araguaia), de 3.222 hectares, avaliada em R\$ 127 milhões para o caso de venda forçada;
2. Cessão fiduciária de contrato de fornecimento com a JBJ Agropecuária Ltda., no valor de R\$ 27,6 milhões, o qual pode ser substituído por outro de igual ou melhor crédito;
3. Aval das pessoas físicas (Riad Ali Sammour, Riad Ali Sammour Junior, Adam Perrone Sammour e Mohamad Riad Perrone Samour) e da pessoa jurídica Bandeirantes Administradora de Bens S.A.

5. Fatores de risco

O conteúdo deste tópico busca trazer ao investidor informações de suma importância na tomada de decisão, pois toda operação de crédito possui riscos de inadimplência por mais que existam garantias. Este risco de inadimplência em CRAs sempre existirá, pois o crédito é

tomado para utilização na atividade agrícola objetivando a geração de lucro por meio desta para pagamento da dívida e crescimento da empresa. Desta forma, diversos são os fatores de risco que podem impactar a lucratividade da atividade agrícola, sendo citados no material publicitário os seguintes:

1. Riscos relacionados ao ambiente macroeconômico

A economia brasileira é marcada por frequentes e, por vezes, significativas intervenções do Governo Federal, que modificam as políticas monetárias, de crédito, fiscal e outras para influenciar a economia do Brasil;

2. Riscos relacionados a alterações na legislação e regulamentação tributária aplicáveis aos CRA

Os rendimentos gerados por aplicação em CRA por pessoas físicas estão atualmente isentos de imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual, por força do artigo 3º, inciso IV da Lei 11.033 (BRASIL, 2004c), isenção esta que pode sofrer alterações ao longo do tempo;

3. Riscos relacionados ao agronegócio

O agronegócio brasileiro poderá apresentar perdas em decorrência de condições climáticas desfavoráveis e volatilidade de preços de *commodities* nos mercados nacional e internacional. Alterações em políticas de concessão de crédito público ou privado para produtores rurais, pode afetar sua capacidade econômico-financeira e a capacidade de produção do setor agrícola em geral, impactando negativamente a capacidade de pagamento do CRA;

4. Riscos relacionados à emissora

A atuação da Emissora como securitizadora em emissões de CRAs depende da manutenção de seu registro de companhia aberta junto à CVM e das respectivas autorizações societárias. Caso a Emissora não atenda aos requisitos da CVM em relação às companhias abertas, sua autorização poderá ser suspensa ou mesmo cancelada, afetando assim, as suas emissões de CRAs;

5. Riscos relacionados à securitização e ao regime fiduciário

A securitização de direitos creditórios do agronegócio ainda é uma operação em desenvolvimento no Brasil, de grande complexidade quando comparada a outras estruturas jurídicas que objetivam a segregação dos riscos dos emissores dos valores mobiliários, dos cedentes de créditos e dos próprios créditos que lastreiam a emissão. O aumento do volume de emissões de CRAs ocorreu paulatinamente, com registros de

maior crescimento somente nos últimos anos. Em razão da consolidação da legislação aplicável aos certificados do agronegócio há menor previsibilidade quanto à sua aplicação e interpretação ou a eventuais divergências quanto a suas estruturas pelos investidores, pelo mercado e pelo judiciário, exemplificativamente, em eventuais conflitos ou divergências entre os titulares de CRA ou litígios judiciais;

6. Riscos relacionados à emissão e oferta dos CRA

A presente emissão tem o caráter de “operação estruturada”. Desta forma e pelas características inerentes a este conceito, a arquitetura do modelo financeiro, econômico e jurídico considera um conjunto de rigores e obrigações de parte a parte, estipulados através de contratos públicos ou privados tendo por diretriz a legislação em vigor. No entanto, em razão da pouca maturidade e falta de tradição e jurisprudência no mercado de capitais brasileiro, quanto a operações de CRA, em situações de *stress*, poderá haver perdas por parte dos investidores dos CRAs em razão do dispêndio de tempo e recursos para eficácia do arcabouço contratual;

7. Riscos relacionados à devedora, à cedente e aos fiadores, incluindo seus setores de atuação

Os créditos do agronegócio são devidos em sua totalidade pela devedora. Nesse sentido, o risco de crédito do lastro dos CRAs está concentrado na devedora, sendo que todos os fatores de risco a ela aplicáveis são potencialmente capazes de influenciar adversamente a capacidade de pagamentos do contrato de fornecimento e conseqüentemente o CRA;

8. Riscos relacionados à seguradora e à apólice de seguros

A seguradora da apólice de seguros está sujeita aos riscos decorrentes de modificações na economia mundial podendo comprometer sua capacidade de cumprir com o pagamento de indenizações decorrentes de sinistros que venham a ser apresentados. Isto inclui as obrigações constantes das apólices de seguro que foram emitidas, estando os investidores, nesta hipótese, sujeitos ao risco de não receber os recursos referentes à apresentação de um registro do sinistro.

Análise do CRA

Desde sua concepção por meio da Lei 11.076 de 30 de dezembro de 2004 (BRASIL, 2004a), o CRA vem gradativamente conquistando espaço no mercado de capitais. Dados do

Boletim de Mercado de Capitais emitido pela ANBIMA (2023) evidenciam que o número de emissões vem crescendo desde o ano de 2011 (Figura 19).

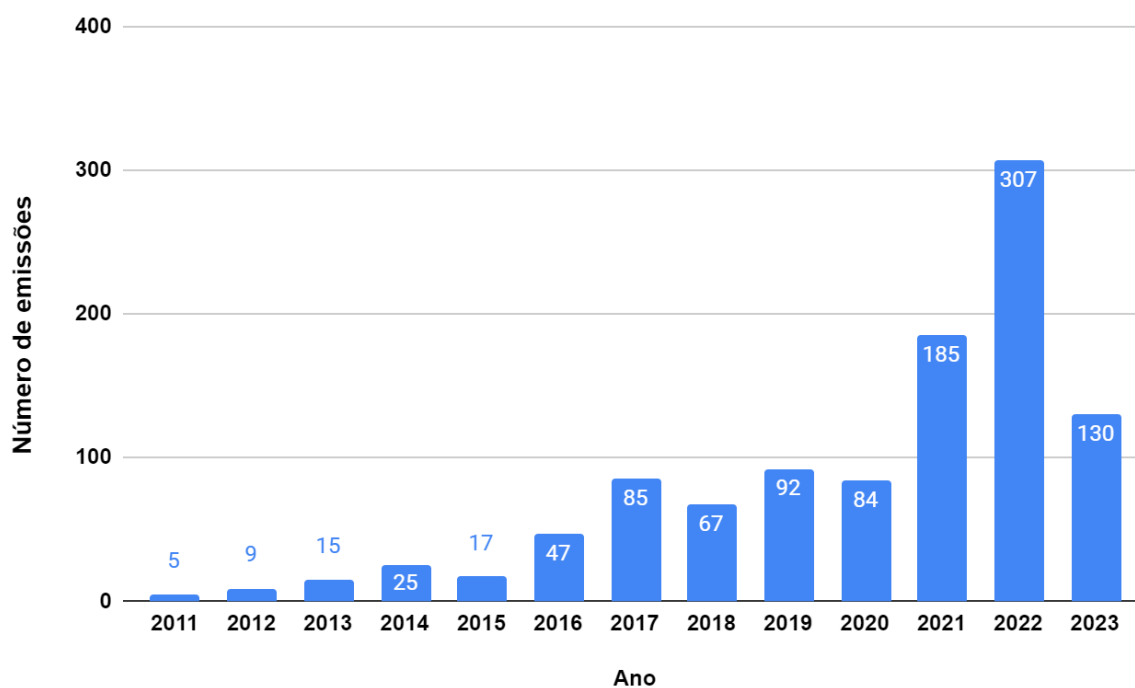


Figura 19. Evolução do número de emissões de CRAs no período de 2011 a agosto de 2023.

Fonte: Boletim de Mercado de Capitais, ANBIMA (2023).

O volume financeiro emitido a cada ano também está em tendência de crescimento desde 2011, como pode-se observar na Figura 20.

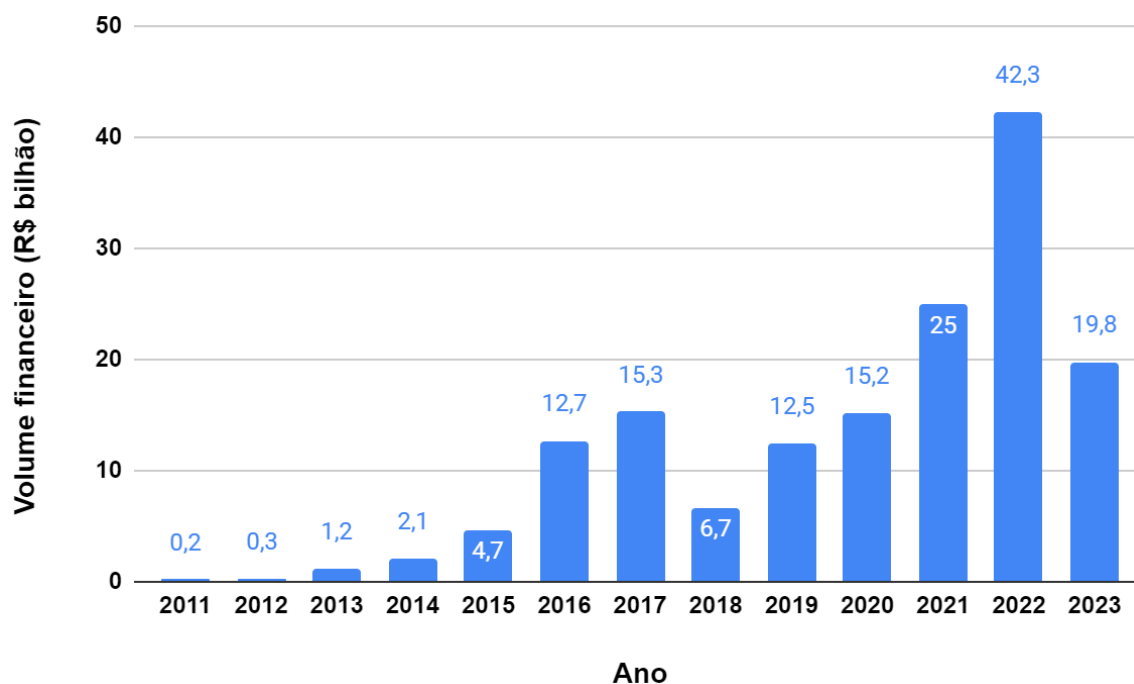


Figura 20. Evolução do volume financeiro emitido em R\$ bilhões no período de 2011 a agosto de 2023.

Fonte: Boletim de Mercado de Capitais, ANBIMA (2023).

Analisando o perfil de credores das emissões de CRAs desde 2017, observa-se que são predominantemente pessoas físicas, seguidas por intermediários e demais participantes ligados à oferta, fundos de investimento e demais investidores institucionais (Figura 21).

A atratividade dos CRAs para o investidor pessoa física, pode ser explicada pela isenção de imposto de renda e maiores taxas. Com base na lista de preços de CRAs da ANBIMA (2023), foi possível determinar que atualmente existem 632 CRAs no mercado, provenientes de emissões já realizadas e que ainda não atingiram o vencimento. Destes 632 títulos, 61,1% são indexados pelo Índice de preços ao consumidor amplo (IPCA) somada à taxa pré-fixada, 31,0% pelo CDI + taxa pré-fixada e 7,9% pelo CDI, conforme mostra a Figura 22.

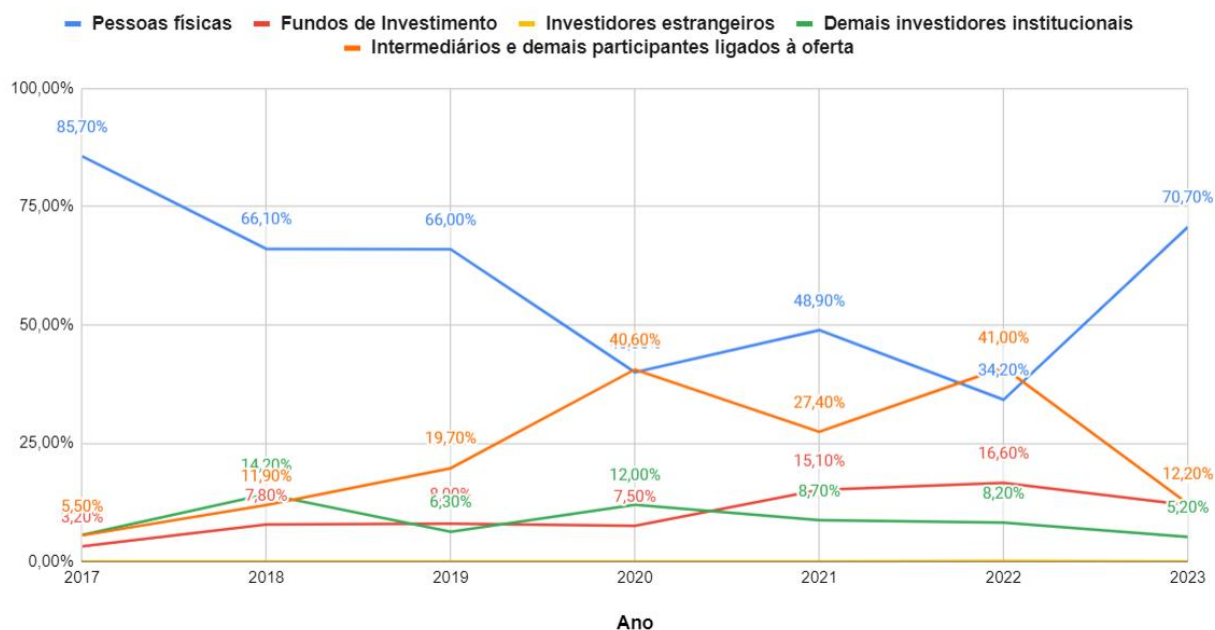


Figura 21. Perfil de credores de emissões de CRA no período de 2017 a agosto de 2023.

Fonte: Boletim de Mercado de Capitais, ANBIMA (2023).

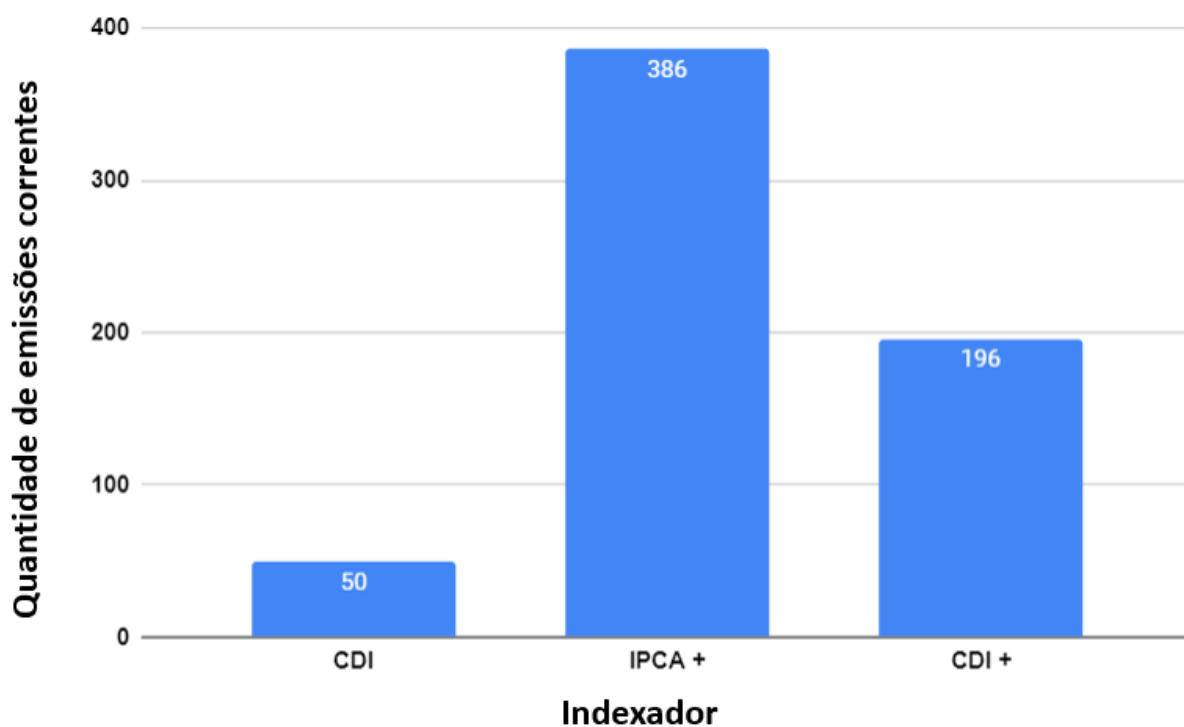


Figura 22. Quantidade de emissões correntes por tipo de indexador, dados atualizados em outubro de 2023.

Fonte: Lista de CRI e CRA, ANBIMA (2023).

Ao realizar a média das taxas dos 632 títulos conforme dados da ANBIMA (2023), determina-se que a taxa média ao ano para títulos CDI é de 99% do CDI, para títulos IPCA+, é de 100% do IPCA + 5,74% e para títulos CDI + é de 100% do CDI + 2,91%. Em comparação com a poupança, que é o veículo de investimento mais popular no Brasil, todas as taxas citadas entregaram melhores resultados aos investidores (Figura 23).

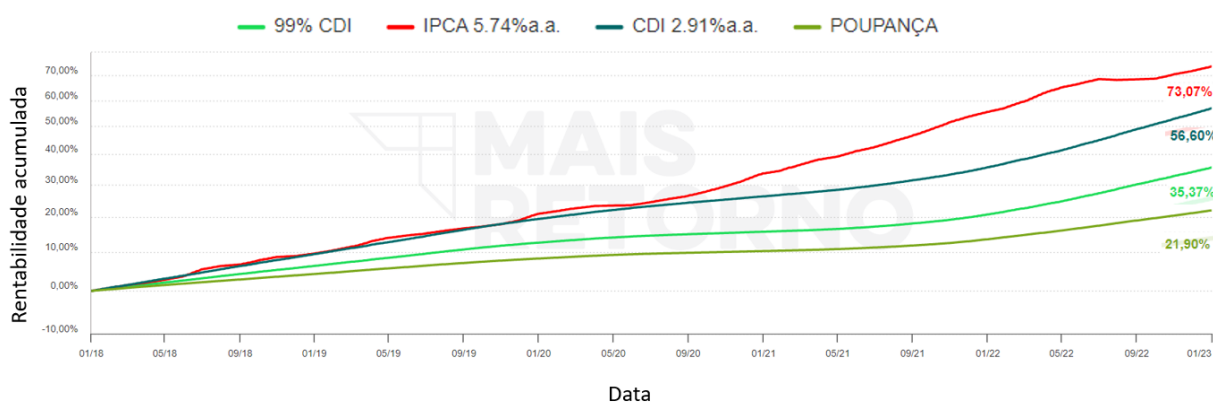


Figura 23. Comparativo de rentabilidade acumulada entre poupança, 99% do CDI, IPCA + 5,74% e CDI + 2,91% de janeiro de 2018 a janeiro de 2023.

Fonte: Lista de CRI e CRA, ANBIMA (2023).

O prazo dos CRAs emitidos pode ser observado na Figura 24, sendo o vencimento mais próximo no ano de 2023 e o mais distante no ano de 2037.



Figura 24. Quantidade de emissões correntes por data de vencimento, dados atualizados para outubro de 2023.

Fonte: Lista de CRI e CRA, ANBIMA (2023).

Conclusões

Desde sua criação, o CRA vem conquistando espaço como um meio alternativo de obtenção de crédito para os agentes da cadeia produtiva agrícola. A maior agilidade de liberação de recursos, flexibilidade de critérios para elegibilidade e menor burocracia envolvida explicam o crescente número de estruturas e volume financeiro emitido.

O CRA teve ampla aceitação pelos investidores pessoa física do mercado nacional, demonstrando resiliência na demanda ao longo dos anos. O senso comum da prosperidade do setor agrícola nas últimas décadas no Brasil, as taxas médias de retorno superiores à poupança e a isenção de imposto de renda explicam a crescente atratividade deste veículo de investimento para a pessoa física. A riqueza de informações contida nos materiais publicitários das emissões, e a forma como ela é apresentada, garante que investidores sem experiência prévia no setor agrícola sejam capazes de tomar uma decisão consciente ao disponibilizar recursos ao agronegócio brasileiro.

As garantias em cessão fiduciária de recebíveis, alienação fiduciária de bens e o aval da pessoa jurídica e da pessoa física, são formas de trazer maior robustez à operação, blindando o investidor de possíveis perdas devidas a natureza arriscada de qualquer operação de crédito em

um setor cíclico e propenso a adversidades. As garantias envolvidas na operação, a solidez da empresa e a prévia liquidação bem-sucedida de CRAs por parte do tomador estão diretamente relacionadas à atratividade do investimento para os credores.

É importante ressaltar que a criação do SNCR moldou a dinâmica do agronegócio brasileiro, tornando-a intensiva na utilização de crédito. As mudanças ocorridas ao longo dos anos nos critérios de elegibilidade para obtenção do crédito abriram espaço para novas formas de financiamento por meio do mercado financeiro. Ainda nos dias atuais, a maior fatia do crédito utilizado no agronegócio vem de incentivos governamentais, e os meios alternativos de financiamento cumprem o papel de garantir o acesso amplo com menor burocracia e maior agilidade, fomentando o agronegócio e a economia como um todo.

Referências

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE MERCADO – ANBIMA. **Boletim de Mercados de Capitais.** Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm>. Acesso em 05 nov. 2023

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE MERCADO – ANBIMA. **Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA).** Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/educacional/segmento-emite/certificado-de-recebiveis-do-agronegocio-cra.htm>. Acesso em 11 abr. 2023

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE MERCADO – ANBIMA. **Lista de CRI e CRA.** <<https://data.anbima.com.br/certificado-de-recebiveis>>. Acesso em: 05 nov. 2023

ANDRADE, M. et al. Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA): Uma opção de investimento em renda fixa. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 18, n. 2, p. 111-132, 2020.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F.G. **Curso de administração financeira.** 4.ed. São Paulo, SP: Atlas, 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Bolsa de valores.** Disponível em:

<<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fcomposicao%2Fbv.asp>>. Acesso em: 24 set. 2023

BRASIL, BOLSA, BALCÃO – B3. **Certificado de Recebíveis do Agronegócio**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/certificado-de-recebiveis-do-agronegocio.htm>. Acesso em: 24 set. 2023

BRASIL, BOLSA, BALCÃO – B3. **CRI e CRA: preciso declarar no imposto de renda?** Disponível em: <<https://borainvestir.b3.com.br/noticias/imposto-de-renda/cri-e-cra-preciso-declarar-no-imposto-de-renda/>>. Acesso em: 02 nov. 2023

BRASIL. **Distribuições de CRAs – Planilha Individualizada.xls**. Ministério da Fazenda. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/series-historicas/distribuicoes-publicas/cra/distribuicoes-de-cras-planilha-individualizada.xls/view>>. Acesso em: 05 nov. 2023

BRASIL. **Lei Nº 11.076 de 30 de dezembro de 2004**. Presidência da República, Casa Civil. Brasília, DF., 2004a Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111076.htm>. Acesso em: 02 nov. 2023

BRASIL. **Lei Nº 10.931 de 2 de agosto de 2004**. Presidência da República, Casa Civil. Brasília, DF., 2004b Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/110931.htm>. Acesso em: 02 nov. 2023

BRASIL. **Lei Nº 11.033 de 21 de dezembro de 2004**. Presidência da República, Casa Civil. Brasília, DF., 2004c Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111033.htm>. Acesso em: 02 nov. 2023

BRASIL. **Presidente anuncia Plano Safra 2023/2024 com financiamento de R\$ 364,22 bilhões**. Ministério da Agricultura e Pecuária. Disponível em: <<https://www.gov.br/agricultura/pt-br/assuntos/noticias/presidente-anuncia-plano-safra-2023-2024>>. Acesso em: 28 out. 2023

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Principles of Corporate Finance**. 13ed. New York, USA: McGraw-Hill Education, 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA)**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/emissores/como_emissao.html>. Acesso em 11 abr. 2023

CONFEDERAÇÃO DA AGRICULTURA E PECUÁRIA DO BRASIL – CNA. **Sustentado por safra recorde no campo, PIB do agronegócio tem alta modesta no primeiro trimestre.**

Disponível em: <<https://cepea.esalq.usp.br/upload/kceditor/files/PIB-DO-AGRO-27JUN2023.pdf>>. Acesso em: 24 set. 2023

EQI Asset. **Material publicitário CRA Bandeirantes.** 2023. (Não publicado).

Frente Parlamentar da Agricultura. Disponível em: <<https://fpagropecuaria.org.br/2023/06/21/20-anos-de-plano-safra/#:~:text=Lan%C3%A7ado%20em%202002%2C%20o%20Plano,pequeno%2C%20m%C3%A9dio%20ou%20grande%20porte.>>. Acesso em: 03 dez. 2023

GITMAN, L. J.; ZUTTER, C. J. **Princípios de Administração Financeira.** 12.ed. São Paulo, SP: Pearson Prentice Hall, 2014.

MASSUQUETTI, A. **A mudança no padrão de financiamento da agricultura brasileira no período 1965-97.** 1998. 233p. Monografia - Faculdade de Ciências Econômicas. Curso de Pós-Graduação em Economia Rural, Universidade do Rio Grande do Sul, 1998.

MASSUQUETTI A., SOUZA, O. T., BEROLDT, L. Instrumentos de política agrícola e mudanças institucionais. In: CONGRESSO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E SOCIOLOGIA RURAL, 48, 2010. Anais do 48º Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural (SOBER). Piracicaba, 2010, p. 16-17.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas.** 1ed. São Paulo, SP: Atlas, 1989.

SANTOS, A. B., GONÇALVES, B. F., GOMES, C. M. P., VICENTE, J. S., JUNIOR, O. A. B., LEITE, S. P., JUNIOR, V. J. W. **Financeirização da agricultura e da terra no Brasil [livro eletrônico]: dinâmicas em curso e disputas em jogo.** Rio de Janeiro, RJ: Fundação Heirich Böll, 2022. Disponível em: <https://br.boell.org/sites/default/files/2022-10/boll_financeirizacao_agricultura_final.pdf>. Acesso em: 20 set. 2023

SAMUELSON, P. A.; NORDHAUS, W. D. **Economics.** 19ed. New York, USA: McGraw-Hill Education, 2010.

SERVO, F. **Evolução do crédito rural nos últimos anos-safra.** Carta de Conjuntura, n. 43. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, 2019. Disponível em:

<https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/9286/1/cc_43_nt_evolu%c3%a7%c3%a3o%20do%20cr%c3%a9dito_rural.pdf>. Acesso em: 12 jul. 2023

SILVA, J.; FERREIRA, G. **Securitização de Recebíveis do Agronegócio: O uso do Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) como fonte de financiamento para o setor**. Encontro Nacional de Engenharia de Produção 2020. Foz do Iguaçu, PR, 2020.

VAN DER ZWAN, N. Making sense of financialization. **Socio-Economic Review**, vol. 12, n. 1, p. 99-129, 2014. <https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>