FIAGRO-FIDC: OPÇÃO DE CRÉDITO COMPETITIVA PARA O AGRO?

ANA PALAZZO[1], A. CARLOS ORTIZ[2]

Empresas com alto nível de governança que originam carteiras de adiantamentos a produtores com boa governança administrativa e bom desempenho de crédito, permitindo uma colocação eficiente de cotas de fundos entre investidores, podem ser competitivas na estruturação de Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro) lastreados em recebíveis. Esses fundos podem completar competitivamente as necessidades de crédito do setor agrícola, até recentemente supridas pela intermediação de bancos.

A AGRICULTURA brasileira deve continuar na trajetória de crescimento, demandando aproximadamente R$ 40 bilhões em capital a cada ano, adicionais aos R$ 620 bilhões que foram usados em recursos em 2022. Esse crescimento de demanda por crédito acontece ao mesmo tempo em que tem havido um declínio dos fundos controlados por políticas públicas, que devem seguir nessa trajetória de enxugamento dadas as pressões orçamentárias por gastos em outras frentes. Como sustentar o crescimento da agricultura em um ambiente de redução do crédito controlado pelo Governo?

Os recursos privados já têm ocupado esse espaço, e o mercado de capitais tem participado de forma crescente, principalmente por meio de financiamentos da cadeia de suprimentos, repassados por cooperativas e outras empresas de insumos e comércio agrícola, chamados "*sponsors*" na oferta desses financiamentos.

OS FIAGRO-FIDC COMO FERRAMENTA PARA O FINANCIAMENTO DO AGRO

Um instrumento que tende a ganhar destaque como estrutura para financiamento da cadeia agroindustrial, emitido por *sponsors* (que podem ser uma cooperativa, revenda ou outra empresa que financia o produtor), são os Fiagro-FIDC (Fundo de Investimentos do Agronegócio) lastreados em recebíveis – representam valores devidos por produtores



SHUTTERSTOCK

provenientes de compras realizadas a prazo, por exemplo, na aquisição de insumos. Os *sponsors* têm, também, a alternativa de emitir Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) na busca de recursos de investidores para financiamento da produção rural.

Seriam os Fiagro-FIDC uma alternativa mais competitiva do que os CRAs? Por quais motivos e em quais condições? Foi o que buscamos medir comparando custos entre esses dois instrumentos, visando auxiliar empresas financiadoras das cadeias do agronegócio na busca e na oferta de recursos aos menores custos possíveis, para que tenham o máximo de competitividade no mercado.

A redução de custos tributários envolvidos numa operação financeira, a redução dos custos operacionais, o encurtamento logístico entre investidores e produtores e a redução do risco das operações tornam o custo do crédito mais competitivo. O aumento de alternativas e da concorrência entre formas e agentes diversos contribui para que a redução de custos seja repassada aos produtores.

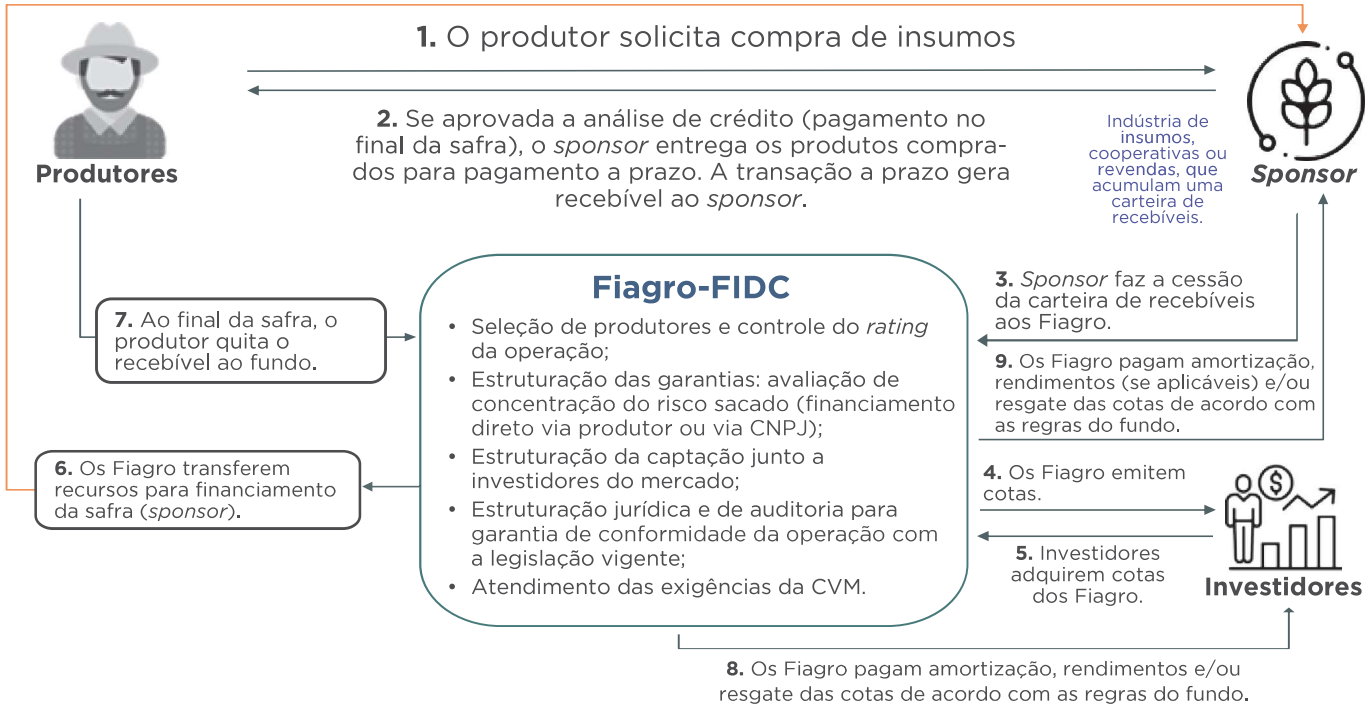
O acesso de investidores diretamente a produtores individuais é complexo e caro, pela fragmentação do setor, pelas suas peculiaridades e pela falta de relatórios financeiros. Porém, operações como Fiagro e CRA permitem que investidores invistam em cotas de capital de uma carteira de direitos creditórios originados pelos *sponsors*, que já têm um acesso natural aos produtores dado seu negócio comercial no campo.

O *sponsor* financia a cadeia de suprimentos e coordena a transação de crédito, a sua documentação, a formalização e, possivelmente, o monitoramento do risco. O valor e o risco dessa carteira passam a ser divididos em cotas por meio da securitização desses recebíveis.

O custo de uma operação financeira é proporcional ao risco de crédito associado a essa operação. Sempre que pudermos reduzir o risco de crédito, tendemos a reduzir o custo financeiro. Quando um credor empresta para uma empresa, depende do repagamento que espera que essa empresa realize ao final do prazo do empréstimo.

Como, no caso da securitização de uma carteira de recebíveis, o repagamento provém diretamente dos produtores que geraram esses recebíveis, criam-se duas oportunidades de redução de risco e de custo: (i) a diversificação do risco, pois a carteira inclui recebíveis de muitos produtores distintos; e (ii) a certa dissociação do risco do *sponsor* que originou a carteira, pois, ao invés de o investidor tomar o risco de uma única empresa (o *sponsor*), e depender o repagamento dessa única empresa, ele diversifica o seu risco em inúmeras fontes de repagamento (os produtores), podendo ter o risco reduzido e baratear a operação.

ESTRUTURA E FLUXO DE FIAGRO-FIDC COM EMISSÃO POR UM ÚNICO *SPONSOR*



Fonte: análise elaborada pelos autores com base em dados do Sistema Financeiro Nacional (SFN), normativas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e análises de inteligência da Vallya Agro e de Wang *et al.* (2022)

COMPETITIVIDADE DE FIAGRO-FIDC *VERSUS* CRA

Na análise comparativa entre os dois instrumentos, CRA e Fiagro-FIDC, utilizamos o diferencial de custo acumulado em dez anos entre operações de securitização de carteira de recebíveis, conforme as seguintes premissas-chave: (a) porte das operações; (b) periodicidade de emissão (prazo); (c) taxa de remuneração do produto (juros das operações); (d) custos operacionais diversos para a emissão de ambas as operações, incluindo todos os intermediários pertinentes para cada caso; e (e) nível de subscrição (aceitação da operação pelos investidores).

O nível de subscrição é função do apetite do mercado ao risco do *sponsor* e da carteira. Empresas de primeira linha com carteiras de ótimo histórico de desempenho tendem a ter um alto nível de subscrição, com investidores adquirindo 100% das cotas propostas.

Os custos de estruturação dos Fiagro tendem a ser menores do que os dos CRAs, principalmente por conta da taxa de distribuição. Porém, os custos de manutenção dos Fiagro tendem a ser maiores do que os dos CRAs, principalmente por conta da taxa de administração. Para cada caso, os custos são relativamente rígidos, e a vantagem entre se estruturar Fiagro ou CRA vai depender de como diluímos esses custos rígidos.

O gráfico desta página resume os resultados da análise, em que se comparou a economia (valor positivo) ou o custo adicional (valor negativo) da emissão de Fiagro-FIDC à emissão de CRA para uma operação de R$ 500 milhões realizada ao longo de dez anos. As duas alternativas consideraram a mesma taxa de juros; sendo assim, o impacto dos custos de estruturação da operação é a única variável que se altera de um caso para outro.

As principais conclusões da análise são:

- Quanto mais curta a periodicidade de reemissão de CRA, maior tende a ser a economia em se utilizar Fiagro-FIDC;
- Quanto melhor o nível de subscrição de Fiagro-FIDC, maior tende a ser a economia frente a CRA.

Isso ocorre, principalmente, porque os custos de emissão de uma nova operação de CRA tendem a ser maiores do que os de Fiagro-FIDC similares, especialmente por conta da taxa de distribuição e, em alguns casos, da emissão de garantias.

A escolha mais econômica é importante, pois, num mercado competitivo, o *sponsor* pode repassar uma parte das economias feitas na captação de recursos para os produtores, beneficiando a cadeia.

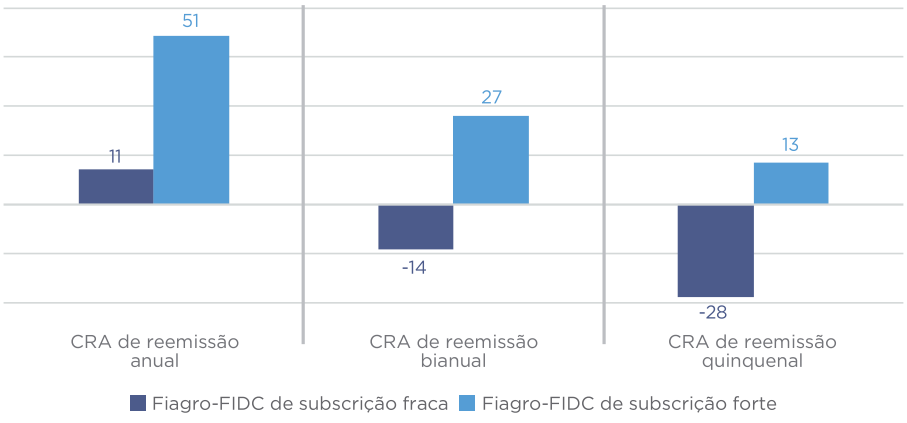
Empresas de melhor governança, com carteiras de melhor histórico beneficiar-se-iam da estruturação de fundos para suas carteiras de financiamento de produtores por meio de Fiagro-FIDC, mesmo que o comparativo seja com CRA de emissão mais longa. Melhorar o nível de governança da empresa e originar carteiras com um bom desempenho histórico, diversificadas e bem formalizadas gera vantagens competitivas.

O mercado de capitais, com recursos providos por investidores, aportou aproximadamente 3% do total demandado em crédito nas cadeias agrícolas na safra 2021/22, principalmente via operações de CRA. Poder explorar com mais propriedade o mercado de capitais, com custos de transação e financeiros mais baixos, permite a essas empresas ganhar fatias de mercado adicionais, na medida em que levam aos produtores negócios mais competitivos.

A participação do mercado de capitais para o financiamento do agronegócio tende a crescer, e, para isso, o nível de planejamento, estruturação e controle dos envolvidos deverá ser robusto. É vital selecionar a operação correta para o perfil do seu negócio a fim de obter, de fato, custos competitivos.

E a sua empresa, está preparada para o mercado de capitais? ■

ECONOMIA (VALOR POSITIVO) E/OU CUSTO ADICIONAL (VALOR NEGATIVO) GERADOS PELA EMISSÃO DE FIAGRO-FIDC EM RELAÇÃO A CRA AO LONGO DE DEZ ANOS (R$ MILHÕES)



Fonte: elaboração pelos autores com base em *benchmarking* com agentes do SFN e análises de dados da B3

1 Mestranda em Assuntos Contemporâneos da China, na Renmin University of China (no *campus* de Suzhou) – ana_c_palazzo@hotmail.com

2 *Senior associate* no Centrec LLC e na AgroSchool – carlos.ortiz@agroschool.com.br