

# Mercado torceu o nariz para os CRAs do Grupo Madero; conheça os bastidores

Há resistência às condições de emissão, que vão desde a destinação dos recursos captados até quesito de segurança

A emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) pelo **Grupo Madero** tem gerado polêmicas antes mesmo de sua oferta ao mercado. A emissão está ainda em processo de bookbuilding (uma espécie de leilão que sinaliza o apetite do investidor para definição do preço justo). O período de reservas vai até quarta-feira, 23.

Há uma resistência do mercado às condições de emissão, que vão desde a destinação dos recursos captados até dúvidas em torno das regras que definem bom investimento: **rentabilidade**, liquidez e **segurança**. Pontos que, para especialistas, o investidor deve avaliar atentamente para decidir ou não pela compra de **CRAs**.

Uso dos recursos captados pelos CRAs do Grupo Madero gera questionamentos - Foto: Gerson Lima

A primeira restrição de especialistas é ao uso dos recursos pelo Grupo Madero para abater/alongar a dívida, cujo total está perto de R\$ 2 bilhões. Desse total, R\$ 770 milhões são de curto prazo, calcula Aruã Torigoe, analista da POP BR, Provedora Oficial de Preços Brasil, empresa da LUZ Soluções Financeiras, que tem foco na precificação de ativos ilíquidos.

O **Madero** está atrás de recursos porque “tem em caixa menos da metade de recursos disponível para a cobertura da dívida que vence no curto prazo. O objetivo é levantar R\$ 500 milhões com a colocação de 500 mil debêntures no valor de R\$ 1.000 cada uma.

Começam aí alguns pontos de dúvida que fazem o mercado torcer o nariz à oferta. Parte do uso de recursos para amortização de dívida, em vez de

destinação ao investimento; passa pelo perfil de curto prazo da dívida, com vencimento a partir de junho, mas concentrado no segundo semestre, e uso de debêntures como escala para chegar à oferta de CRAs.

O caminho para o alongamento da dívida passa pela emissão de debêntures, vendidas às empresas securitizadoras, que assumiram a dívida e usaram os papéis como lastro para a emissão de CRAs.

“A opção pelo CRAs seria uma forma de atrair mais pessoas físicas, já que o CRAs é isento de imposto de renda sobre o rendimento”, acredita Torigoe. “A debênture não tem isenção de imposto.”

Nessa operação, a securitizadora (que emite os CRAs e antecipa recebimentos futuros) fica com o lote total de debêntures e terceiriza essa dívida para as pessoas físicas que compram os CRAs – o Madero não pode emitir esse título, apenas debêntures. “O processo passa a envolver outro agente, a securitizadora, mas o risco ainda recai sobre o Madero.”

O lote de CRAs do Grupo Madero será ofertado em duas séries com características diferentes, em rentabilidade e prazo. A ideia de taxas, de acordo com Torigoe, é de 3,00% ou 3,50% ao ano mais IPCA ou CDI, de acordo com o prazo de vencimento do título.

Alguns especialistas questionam a atratividade da remuneração, diante dos riscos da empresa, fortemente impactada pela pandemia. E também pela frustração do IPO (oferta inicial de ações) em 2021, o que levou a companhia a negociar dívidas recentemente com os bancos credores.?

O que chama atenção, comenta Torigoe, é que a S&P (Standard & Poor's, uma agência de classificação de risco) apontou baixo risco de inadimplência ao analisar o rating da proposta de emissão do Grupo Madero.

A nota “A” atribuída à empresa é o grau mais baixo do grupo A, mas indica que a empresa é ainda grau de investimento – a escala, de mais seguro para o menos seguro, segue a ordem AAA, AA, A, BBB, BB, B e assim por diante. A nota “A” sinaliza selo de qualidade para o investidor comprar o título, supostamente ainda com risco baixo.

## **A classificação dos CRAs do Grupo Madero**

Existem títulos de empresas com classificação de risco “A” no mercado rendendo mais, aponta Torigoe. “A média está em IPCA mais 6,50% ao ano

ou CDI mais 5% ao ano”, pontua. “Mas tem também alguns CRAs com nota “AAA” (nota máxima nessa escala de classificação A) de dez anos remunerando com IPCA mais 4,80%”. Mais que o CRAs do Madero.

Para o analista da POP BR, o que o mercado estranha é que o CRAs do Grupo Madero, avaliado com a nota “A”, se assemelhe em rentabilidade ao de um triple “A”, de rating superior. “Uma remuneração muito baixa para o risco que uma empresa como o Madero comporta”, comenta um especialista de renda fixa que pediu anonimato.?

Taxa mais atraente com quase nenhum risco pode ser encontrada na plataforma do Tesouro Direto, afirma esse especialista. Um Tesouro IPCA+ 2026 com vencimento em 15/08/2026, portanto daqui três anos três anos e meio, ofereceu uma taxa de 5,32% mais IPCA na última sexta-feira, 18.

Os títulos da dívida pública federal são considerados de baixo risco e os mais seguros do mercado porque não emitidos pelo Tesouro Nacional.

Outro ponto que provoca desconfiança do mercado, de acordo com o analista da POP BR, são alguns dados de balanço vistos como incompatíveis ou inconsistentes com os de uma empresa com rating “A”.

Especialistas dizem que cabe ao investidor interessado no título avaliar com cuidado o risco do emissor. “O principal instrumento para fazer essa avaliação é o rating”, explica Torigoe. “É preciso comparar as opções.” Ver qual nível de rendimento é necessário ou suficiente para assumir determinado risco. Ou, ainda, se existe algum produto igual e com risco equivalente pagando mais.

A LUZ Soluções Financeiras ([www.luz-ef.com](http://www.luz-ef.com) ou [contato@luz-ef.com](mailto:contato@luz-ef.com)) desenvolve soluções para a gestão de risco, consultoria especializada e governança corporativa. Dispõe de um banco de dados com informações unificadas que possibilita a comparação de diversos ativos, riscos e taxas de remuneração.