

**AZQUEST**

**AZ QUEST LUNA FIAGRO IMOBILIÁRIO  
AZQA11**

Relatório Gerencial  
**Agosto de 2023**

# AZ Quest Luna FIAGRO FII - AZQA11

## PÚBLICO ALVO

Investidores em Geral

## INÍCIO DO FUNDO

05/07/2023

## PRAZO DE DURAÇÃO

Indeterminado

## TIPO

Condomínio Fechado

## CATEGORIA ANBIMA

Gestão Ativa | Títulos e Valores Mobiliários

## CNPJ

49.863.204/0001-45

## CÓDIGO ISIN

BR0EYNCTF000

## TICKER B3

AZQA11

## QUANTIDADE DE COTAS

53.893.019

## GESTOR

**AZQUEST**

## ADMINISTRADOR



## CUSTODIANTE

**OLIVEIRA TRUST**

## TAXA DE ADMINISTRAÇÃO

1,2% a.a. sobre PL

## TAXA DE PERFORMANCE

20% sobre o que exceder CDI + 1%

## TRIBUTAÇÃO

PF: Rendimentos isentos e 20% sobre ganho de capital e amortização

PJ: 20%

## DIVULGAÇÃO DE RENDIMENTOS

3º dia útil

## PAGAMENTO DE RENDIMENTOS

4º dia útil

## RESUMO

### Valor Patrimonial (VP)

R\$ 10,07 por cota

### Yield Médio da Carteira

(em processo de alocação)

### Patrimônio Líquido

R\$ 542.603.410,41

### Número de Cotistas

12.224

### Distribuição de rendimentos do mês

R\$ 0,065

O AZ Quest Luna Fiagro FII – AZQA11 – é um Fundo de Investimentos nas cadeias produtivas agroindustriais (“Fiagro”) constituído na forma de condomínio fechado, com prazo indeterminado de duração.

**OBJETIVO:** Investimento em valores mobiliários relacionados com as cadeias produtivas agroindustriais, sendo principalmente: (i) Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), (ii) Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), (iii) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), (iv) Letras de Crédito do Agronegócio (LCA), (v) cotas de outros FIAGRO-Imobiliário ou FII, (vi) debêntures cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FIAGRO-Imobiliário, (vii) Letras de Crédito Imobiliário relativas a imóveis rurais (LCI), (viii) Letras Imobiliárias Garantidas relativas a imóveis rurais (LIG), (ix) Letras Hipotecárias relativas a imóveis rurais (LH) e (x) outros ativos, títulos e valores mobiliários que venham a ser permitidos aos FIAGRO, nos termos da legislação e regulamentação aplicáveis.

**PROVENTOS:** O Fundo poderá distribuir a seus Cotistas, independentemente da realização de Assembleia Geral, os rendimentos e ganhos auferidos pelo Fundo, cabendo ao Gestor deliberar sobre o tratamento a ser dado aos resultados apurados, com base no lucro contábil, até o último dia útil do mês anterior a distribuição. A distribuição prevista acima poderá ser realizada mensalmente pelo Administrador, conforme recomendação do Gestor, com pagamento sempre no (i) 4º (quarto) Dia Útil de cada mês subsequente ao auferimento dos rendimentos e ganhos pelo Fundo, tomando por base a situação patrimonial do Fundo no último Dia Útil do mês anterior, caso as Cotas de emissão do Fundo estejam admitidas à negociação em Balcão B3; ou (ii) 10º (décimo) Dia Útil de cada mês subsequente ao auferimento dos rendimentos e ganhos pelo Fundo, tomando por base a situação patrimonial do Fundo no último Dia Útil do mês anterior, caso as Cotas de emissão do Fundo estejam admitidas à negociação em mercado de bolsa da B3

## AGENDA

1. Comentário do Gestor
2. FIDC Caeté
3. Análise Macro-Setorial
4. Resultados



## Comentário do Gestor

Sob o risco de soar repetitivo, gostaríamos de reviver um tema bastante valioso no relatório desse mês: o kicker em operações de crédito.

Operações de crédito são classificadas como ativos de renda fixa, devido à sua natureza na geração de fluxo de caixa. A taxa acordada remunera o investidor do lançamento de um título até o seu vencimento. Eventos de crédito podem gerar surpresas negativas, quando repactuações ou recuperações de crédito acontecem, mudando o prazo ou o retorno esperado.

Assim, para o investidor de renda fixa – ou de crédito – capturar um ganho além do esperado no ativo, é necessário que o custo de capital ou a percepção de risco diminuam, fazendo o fluxo de caixa do ativo ser descontado por uma taxa inferior à de lançamento, resultando numa valorização além da curva do ativo.

O desenvolvimento de operações com kicker buscam assimetria positiva, privilegiando o investidor de longo prazo que tem o objetivo de manter o investimento no ativo até a maturidade.

O racional é desenvolver uma estrutura de capital que destrave valor no tempo para o negócio, combinando um custo financeiro de mais fácil absorção na largada e capture recompensa na maturação, momento mais saudável do negócio, com uma geração de caixa adicional.

Feita a introdução, vamos à parte prática: recebemos um aviso no mês de agosto, com formalização em período posterior, sobre a ativação de um kicker em uma das operações que estruturamos. Os detalhes são apresentados a seguir.

A operação foi a alocação numa empresa do setor ambiental, com a tese de preservação de florestas e geração de crédito de carbono, cujo perfil é apresentado na seção de detalhamento de ativos dessa edição do relatório.

Trata-se de uma operação que teve o planejamento iniciado em outubro de 2022, mas contou com o desembolso a partir de março de 2023. O objetivo foi gerar liquidez aos projetos, permitindo um posicionamento estratégico na negociação dos créditos das safras subsequentes, aumento da geração de créditos e, conseqüentemente, da capacidade de geração de caixa, além de endereçar condições comerciais mais favoráveis à empresa.

Dentro dos cenários possíveis, vender créditos antecipadamente era uma alternativa que sacrificava valor. Estruturamos a operação e liberamos capital parcialmente, mediante diligência e alguns eventos.

Depois de concluído, pouco tempo correu até que o primeiro gatilho de performance fosse ativado na operação – o preço de negociação de créditos acima de USD 11,00 por crédito.





## Comentário do Gestor

Vale destacar que o gatilho de aumento de volume de créditos também foi acionado posteriormente e, que mesmo não gerando nenhum incremento no prêmio recebido, sinalizou a duplicação da capacidade de geração de receita da empresa.

A operação com classes sênior e mezanino tinham, respectivamente, spread de 4,00% e 4,25% ao ano, com indexação ao CDI.

O kicker, quando ativado, gera um pagamento adicional de 0,60% e 0,80% por mês, do disparo até a amortização integral da operação. Isso eleva o retorno dos ativos para um spread anualizado de 11,70% (sênior) e 14,70% (mezanino), acrescidos do CDI.

O gatilho de preço funcionou como um knock-in (KI) em estrutura de opções, quando o evento é ativado, permanece válido, independente da flutuação de preço. Assim, a negociação de qualquer crédito no patamar superior aos USD 11,00 era suficiente para a obrigação do prêmio. Para que não houvesse restrição de liquidez, a estrutura foi desenhada para que o prêmio pudesse ser pago até a maturidade da operação – mar/25, quando há uma geração de caixa em montante satisfatório.

Sobre o desdobramento da nossa alocação, cabe mencionar que houve um respeito à disponibilidade e cronologia de cada veículo da casa. O mais antigo (AZ Quest Sole) teve a primeira alocação no 1º trimestre de 2023, quando o ativo foi concebido. Nesse instante, trabalhávamos na construção de um club deal para absorver o saldo da emissão (volume total de R\$ 60 milhões). Com o lançamento do novo fundo (AZ Quest Luna), mudamos de estratégia e buscamos a alocação quase integral no ativo, que não aconteceu somente porque uma das casas parceiras já havia adquirido pouco mais de 10% da oferta.

### AZ Quest Luna

O fundo AZ Quest Luna alocou R\$ 31,3MM em julho na classe sênior do fundo, representando 5,8% do seu patrimônio líquido.

Com a ativação do kicker, é esperado que o ativo entregue um resultado adicional de 0,60% ao mês, equivalente a um retorno total de CDI + 11,7% ao ano. No fundo, a contribuição adicional é equivalente a 3,5bps ao mês ou 0,42% ao ano.

A operação ainda conta com o desenvolvimento de uma estrutura robusta de governança, com aprovação de um CFO e auditoria das empresas..

## AGENDA

1. Comentário do Gestor
2. FIDC Caeté
3. Análise Macro-Setorial
4. Resultados



## FIDC Caetê

No Relatório de Agosto de 2023, apresentamos a tese do **FIDC Caeté**<sup>1</sup>, veículo que investe no **Grupo Ituxi**, fundado por Ricardo Stoppe, que atua com gestão de florestas, gerando de crédito de carbono e madeira sustentável na região do bioma amazônico. O veículo é gerido pela a Struttura Capital, braço de gestão do Grupo Ceres.

Ricardo Stoppe é um produtor rural que foi um dos pioneiros na produção de crédito de carbono oriundo de florestas preservadas no Brasil. Quando foi para a Amazônia, no ano 2000, adquiriu uma área de 150 mil hectares nos arredores da região de Lábrea. No decorrer das duas décadas seguintes, alcançou um patrimônio de 500 mil hectares próprios de florestas conservadas neste bioma<sup>2</sup>.

Para se tornar apto a gerar créditos de carbono, o Grupo Ituxi desenvolveu projetos de conservação ambiental em suas terras que passaram pela avaliação e certificação da VERRA – *Verified Carbon Standard*, uma certificadora de créditos de carbono homologada pela Organização das Nações Unidas (ONU)<sup>3</sup>. Essa certificação permite que os créditos transacionados no mercado de carbono voluntário possam ser usados para compensação de emissões nos mercados regulados. O processo de certificação tem diversas exigências e fases, com consumo de elevada carga de tempo. Atualmente, o prazo típico de certificação dos projetos pela VERRA é próximo a 2 anos.

O Grupo Ituxi iniciou o processo de certificação do **Projeto Fortaleza Ituxi** em 2017, com conclusão em 2019, após diversas visitas a campo dos auditores da certificadora, entrevistas com autoridades (ICMbio e FUNAI, por exemplo) e profissionais que atuam na fazenda e proprietários vizinhos e análise de imagens por satélite<sup>4</sup>. Com a certificação, o projeto tornou-se apto a gerar créditos de carbono.

1 Caso o investidor queira saber com mais detalhes alguma outra operação do FIAGRO, convidamos a leitura dos Relatórios dos meses anteriores, já que apresentamos um investimento por mês. Nos relatórios anteriores comentamos os investimentos nos ativos Alvoar Lácteos, Biopar, Agrogalaxy, Coplana, FIDC Ura, Solubio, Esteio Rural, Carteira de Recebíveis e FIDC Sumitomo.

2 Para fins de referência, a superfície da cidade de São Paulo é de aproximadamente 150 mil hectares.

3 Atualmente existem cerca de 10 certificadoras, entretanto mais de 80% dos projetos de crédito que existem são certificados pela VERRA.

4 Detalhes sobre o projeto Fortaleza Ituxi (Projeto #1654), podem ser obtidas no site da VERRA - em inglês. Disponível em << <https://registry.verra.org/app/projectDetail/VCS/1654>>>. Último acesso em 25 de setembro de 2023.



## FIDC Caetê

A formalização e regularização das terras nessa região é um tema complexo e observado durante o processo de certificação. Há um elevado número de matrículas duplicadas ou sobrepostas, que dificultam a identificação e comprovação da titularidade legal de cada área. Diversos fatores são responsáveis por isso, como propriedade governamental sem registro em cartório, falta de georreferenciamento e mudança das áreas de cobertura dos cartórios da região. Esta complexidade já fez com que alguns adquirentes de áreas tenham se frustrado ou gerado querelas fundiárias.

Neste sentido, nasce um dos grandes diferenciais competitivos do Grupo Ituxi, que se especializou ao longo de mais de 2 décadas na identificação e diligência das áreas na região. Em nossa diligência legal, técnica e operacional para aprovação da operação, incluindo visita in loco e avaliação imobiliária por empresas terceiras, validamos a metodologia para aquisição de áreas do Grupo Ituxi.

### Framework institucional do Crédito de Carbono

O mercado de crédito de carbono foi desenvolvido como uma forma de contribuir na redução de emissões de gases de efeito estufa (GEE), sendo o crédito de carbono equivalente a diminuição de emissão de 1 tonelada de dióxido de carbono (CO<sub>2</sub>) na atmosfera. Trata-se de uma das iniciativas globais para um processo de reversão das mudanças climáticas.

Após o **Acordo de Paris de 2015**, foi estabelecida uma meta de redução de emissão por nação, com o objetivo de limitar o aquecimento global abaixo de 2° C. Com isso, na Europa, ganhou forma o crédito de carbono regulado, onde as nações estabelecem métricas de taxonomia sustentável limitando a emissão de GEEs ao longo do tempo por setores da economia. Assim surgiu o mercado de crédito de carbono voluntário. Logo após, em 2021, foi construído um alinhamento em torno do **Artigo 6° do Acordo de Paris**, que criou um ambiente de incentivo para a cooperação entre as nações da redução de emissão de GEEs.

Para mais informações sobre o mercado de crédito de carbono, fizemos um setorial no Relatório de Julho de 2023.





## FIDC Caetê

### Participantes do Mercado

Em suma, a produção de créditos de carbono a partir da preservação florestal (REDD +) tem as seguintes etapas: (1) identificação de áreas com alta pressão de desmatamento e adicionalidade<sup>5</sup>; (2) desenvolvimento de um projeto de preservação, considerando a evolução temporal de desmatamento – linhas de base – projetando o potencial de geração de crédito de carbono; (3) após conclusão do projeto, a(s) propriedade(s) rural(is) se torna(m) um Projeto Certificado, capaz de gerar créditos de carbono e, por consequência, gerar caixa, com a preservação; (4) os créditos podem ser vendidos para Brokers especializadas ou de maneira direta; (5) empresa que necessita de compensação adquire e aposenta créditos de carbono do projeto. O fluxograma abaixo exemplifica o modelo de negócio.

#### Modelo de negócio



A partir deste fluxograma, entendemos que a maior assimetria na geração de valor está na posição de **Gerador de Crédito de Carbono**, sendo este o participante que gera o maior valor e que traz externalidade positiva na cadeia.

5 A condição adicionalidade é avaliada durante o processo de certificação e se refere ao incremento de proteção ambiental, além do requerido pela legislação ambiental.



## FIDC Caetê

### Operação de financiamento e sua estruturação

A tese de investimento no Grupo Ituxi envolve a profissionalização da empresa e o pagamento de novas terras no bioma amazônico, já adquiridas pelo Grupo e que estão certificadas pela VERRA. Tratam-se dos projetos *Evergreen* e *Samauma* que têm potencial de gerar **37.398.966** e **4.431.569** de créditos de carbono, respectivamente. A tabela abaixo apresenta os quatro projetos do Grupo Ituxi que já estão operacionais e certificados pela VERRA.

Evergreen - <https://registry.verra.org/app/projectDetail/VCS/2539>

Unitor - <https://registry.verra.org/app/projectDetail/VCS/2508>

Ituxi - <https://registry.verra.org/app/projectDetail/VCS/1654>

Samaúma - <https://registry.verra.org/app/projectDetail/VCS/3816>

Anos	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Total 10 anos	Todo o projeto
 Ituxi_01	102.880	(7.434)	112.111	(7.106)	210.384	90.492	214.514	101.475	224.846	112.420	1.154.582	3.062.614
 Unitor	30.624	65.564	70.098	74.475	82.106	64.416	93.956	114.822	113.259	112.372	821.692	1.590.341
 Samauma	580.915	216.390	227.686	239.237	250.579	261.561	272.456	283.766	119.904	130.533	2.583.027	4.431.569
<b>Total I</b>	<b>714.419</b>	<b>274.520</b>	<b>409.895</b>	<b>306.606</b>	<b>543.069</b>	<b>416.469</b>	<b>580.926</b>	<b>500.063</b>	<b>458.009</b>	<b>355.325</b>	<b>4.559.301</b>	<b>9.084.524</b>
 Evergreen	4.129.434	4.109.447	4.089.833	3.756.206	2.209.911	978.348	960.149	942.291	924.767	907.568	23.007.954	37.398.966

Dado que o Grupo Ituxi necessitava de um montante que excedia os limites de concentração do fiagro AAZQ11 (Sole), optamos por investir inicialmente no CRA Stoppe, até que estruturássemos o FIDC Caetê que o adquiriu, que seria distribuído para investidores que desejassem participar da operação em nosso plano inicial. Hoje, o FIDC Caetê possui um Patrimônio de R\$ 60 milhões e como ativo somente o CRA Stoppe.

No entanto, com a captação do Fiagro AZQA11 (Luna), optamos por investir praticamente na totalidade das cotas do FIDC. Hoje, o FIAGRO Luna possui investimento nas cotas sêniores do FIDC e o FIAGRO Sole nas cotas sêniores e mezanino, nos montantes informados no Comentário do Gestor. O restante da emissão foi adquirido por investidores de um wealth management parceiro.



## FIDC Caetê

A operação conta com Alienação Fiduciária de propriedades rurais, avaliadas pela IHS Market (Avaliadora Independente). Dessa forma, a estrutura conta com a alienação fiduciária da (i) Fazenda Santa Catarina, localizada em Lábrea-Amazonas, com área de 10.019,2 hectares e valor de liquidação de **R\$ 14,3 milhões**; e (ii) Fazenda Nossa Senhora das Cachoeiras do Ituxi, com 133.107,4 hectares e valor de liquidação de **R\$ 179,2 milhões**. O que gera um LTV da Emissão de aproximadamente 31%, indicando um forte reforço de crédito.

Além disso, a estrutura do CRA Stoppe (ativo do FIDC Caetê) possui como garantia a Cessão Fiduciária de Créditos de Carbono de todos os projetos do grupo, Alienação Fiduciária de quotas das empresas e aval dos acionistas e seus familiares.

E como bem detalhado no comentário do gestor, a estrutura conta com um prêmio de carbono ("Kicker"), caso certas condições sejam realizadas. Esse prêmio é um valor adicional a ser recebido pelos investidores do veículo e as situações e o momento de pagamento do prêmio são variadas.

No tocante a profissionalização do Grupo Ituxi, devemos reconhecer tudo que foi construído pelo empreendedor até aqui, mas dada a escala do negócio e sofisticação do mercado que avançou bastante nos últimos anos, é fundamental a elevação da profissionalização, com a implementação de melhores controles internos e a contratação de profissionais nas frentes administrativas, financeiras e jurídicas, pontos endereçados como compromissos em nossa operação, que conta com aprovação de CFO, auditoria das demonstrações financeiras e implementação de conselho de administração.

### Pontos de crédito e de mercado

De forma resumida, dentre os principais pontos que motivaram o nosso investimento na operação, destacam-se os seguintes:

- **Liderança e histórico do Grupo Ituxi:** A empresa possui um conhecimento de duas décadas de atuação no bioma amazônico e é um dos pioneiros na produção de crédito de carbono no Brasil. Vale observar, que segundo os dados disponíveis da VERRA, atualmente, o Grupo Ituxi é um dos maiores produtores de crédito de carbono (REDD+) do mundo.



## FIDC Caetê

- **Certificação dos Projetos:** Todos os projetos envolvidos na operação e listados acima já estão certificados pela VERRA, principal instituição que atua no mercado. Dado o tempo crescente que toma para um projeto ser avaliado e aprovado pelos órgãos avaliadores, identificamos diferencial competitivo do Grupo em relação aos demais projetos que avaliamos, que ainda estavam em fase de diligência ou certificação.
- **Potencial de Mercado:** As iniciativas que contribuem para a agenda de controle das mudanças climáticas têm protagonismo global. Avaliamos que o tema de preservação de florestas é a fruta baixa no pé para o controle de moléculas de carbono da atmosfera. O compromisso com o Acordo de Paris, reafirmado por diversas nações, pavimentam uma forte tendência de longo prazo em investimentos de soluções baseadas na natureza (nature-based solution Investments ou NBS Investments) para impacto ambiental. No campo das empresas privadas, algumas das maiores empresas do mundo já se comprometeram a compensar 136 milhões de carbono nos próximos anos. Dentre as quais, destacam-se a Unilever, Amazon, Delta Airlines e Microsoft, Shell, Repsol e Repsol.
- **Kicker:** Como exposto no Comentário do Gestor, a operação conta com um prêmio que captura parte de um excedente de resultado do Grupo Ituxi para os investidores, fazendo com que este resultado seja compartilhado com os investidores que acreditam no potencial deste mercado nascente.
- **Pacote robusto de garantias:** A operação conta com um pacote de garantias robusto, envolvendo direitos e bens do Grupo Ituxi e de seus controladores. Todos os fóruns de discussão da operação são em São Paulo e, em caso de estresse, entendemos que o recovery da operação será total, embora tome certo tempo para execução.



## AGENDA

1. Comentário do Gestor
2. FIDC Caeté
3. Análise Macro-Setorial
4. Resultados



## Mercado

Algumas luzes sobre o atual debate fiscal

Por Alexandre Manoel e Lucas Barbosa

Na área da medicina, os médicos seguem protocolos específicos para diagnosticar diversas doenças; no entanto, na economia, lamentavelmente, não há equivalentes diretos a essas regras estritas. Como resultado, economistas frequentemente interpretam fenômenos de acordo com suas perspectivas individuais. Um exemplo contemporâneo disso é a forma como se tornou comum afirmar que o arcabouço fiscal é frouxo. Ou seja, ele sugere uma inclinação em direção à política fiscal expansionista, indicando uma tendência de crescimento na trajetória dos gastos e nas receitas associadas.

Uma medida para o nível de expansionismo da política fiscal é o chamado impulso fiscal, que permite avaliar a postura temporal do governo em relação ao comprometimento fiscal e as decisões de política fiscal sem os efeitos do ciclo econômico, indicando se tal postura é expansionista, quando positivo, ou contracionista, quando negativo.

Neste sentido, observa-se certa confusão a respeito do que os próprios analistas que contribuem para o boletim FOCUS do Banco Central possuem de cenário (de PIB e de resultado primário) para o próximo triênio, 2024-2026, e a respectiva inferência preponderante no mercado de que a política fiscal sob o arcabouço será necessariamente expansionista.

No intuito de contribuir para o debate, estimamos o impulso fiscal de 2023 a 2026, por meio da metodologia do FMI, uma das fórmulas de cálculo divulgadas no relatório de inflação do Banco Central de junho de 2011, das metas de primário prometidas pelo governo e das estimativas da mediana do FOCUS relativas ao ano 2023 e ao triênio subsequente. Chegamos a três conclusões, conforme números expostos na tabela:

- i. O mercado e o governo concordam que, em 2023, o impulso fiscal é positivo e a política fiscal será expansionista;
- ii. O mercado e o governo concordam que, no biênio 2025-2026, o impulso fiscal é negativo e a política fiscal será contracionista;
- iii. Há uma dúvida em relação a 2024; enquanto mercado acha que a política fiscal será expansionista, o governo promete uma política fiscal contracionista.

<b>Estimativa do Impulso fiscal do governo federal (em % do PIB)</b>				
<i>Cenários:</i>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
<b>Primário e PIB do Focus (25/ago)</b>	1,85	0,07	-0,30	-0,22
<b>Meta de primário entregue e PIB Focus</b>	1,32	-0,63	-1,40	-1,62

**Fonte: IBGE, Banco Central e AZ Quest**



## Mercado

No âmbito da política fiscal, o ano de 2023 ficou marcado pela PEC da transição, também conhecida como "da ganância", devido aos gastos excessivos (uma adição de até R\$ 120 bilhões teria sido mais razoável), que resultaram em uma política fiscal inequivocamente expansionista. Essa abordagem gerou uma considerável perda de credibilidade para a equipe econômica, tornando crucial a consecução das ambiciosas metas autoimpostas a fim de restaurar essa credibilidade.

Ademais, é relevante ressaltar que, a partir da análise da tabela, não fica claro o motivo pelo qual muitos analistas afirmam em outros lugares que o arcabouço é frágil. Isso é particularmente notório ao considerarmos os cenários projetados para o biênio 2025-2026, que não corroboram essa alegação. Essa aparente contradição nos leva a refletir sobre a necessidade de estabelecer um protocolo de análise da conjuntura fiscal, similar ao método utilizado por médicos em seus diagnósticos.

A métrica acima é apenas uma sugestão. No box de inflação do BC citado, há outras duas e tantas outras na literatura. É importante usar o mesmo arcabouço teórico para diagnosticar um problema, a fim de termos diagnósticos menos subjetivos, como observamos na medicina.

Ademais, faremos três observações em relação ao desafio fiscal estabelecido para 2024, dado que neste ano há divergência entre mercado e governo, afirmando que zerar o resultado primário em 2024 é uma meta ambiciosa, mas louvável sob o ponto de vista da responsabilidade fiscal. Por quê?

Em primeiro lugar, protege a equipe econômica da pressão política por mais gastos vinda dos demais ministérios e da ala mais à esquerda do PT, ao estabelecer o poder do "não" por conta do cumprimento legal da meta mais restritiva, e não por mera discricionariedade.

Em segundo, a fixação de meta fiscal mais restritiva gera maior compromisso do Legislativo e do Judiciário com medidas necessárias para a recuperação das contas públicas, bastante deterioradas no triênio 2011-2013, quando o governo federal perdeu a capacidade de obter superávits primários sustentáveis – que até então eram obtidos anualmente.

Terceiro, em termos de coordenação com a política monetária, o ganho da equipe econômica com o cumprimento das metas de resultados primários nos próximos anos é impensável neste momento. Imagina-se significativas quedas na taxa real de juros, com a taxa de juros nominal (Selic) podendo voltar para 6,5%-7% em 2025, se as metas de primário forem entregues: aposta alta, com pouca crença, mas o retorno certamente é alto.





## Mercado

Por fim, mencione-se que a inveterada busca da equipe econômica pelo cumprimento das metas de primário tende a necessariamente gerar um combo bem agradável para atividade econômica nos próximos anos, que é política monetária indo na direção expansionista com política fiscal ficando mais restritiva ao longo do tempo. Dado a mediana de PIB de mercado projetada para o próximo ano de 1,3%, ainda que o governo não atinja a meta, mas consiga um déficit primário de até 0,5%, a política fiscal continuará restritiva.

Logo, o caminho trilhado pela equipe econômica de buscar metas fiscais mais restritivas é correto, especialmente pelo potencial ganho de credibilidade. Abandonar a busca da meta de resultado primário prometida significará consentimento com o discurso de frouxidão fiscal que, apesar de não ser corroborado pela métrica de impulso fiscal para o biênio 2025-2026, virou comum em várias análises de proeminentes economistas.

Em vez de mudar a meta, a equipe econômica precisa continuar empenhada em recuperar o superávit primário sustentável, no limite de seu esforço e em harmonia com os demais poderes. É preciso evitar retrocesso regulatório, controlar despesa e recuperar receitas, por meio de eliminação de distorções tributárias e da busca por novas bases de arrecadação, a exemplo da regulamentação das apostas esportivas e da exploração de novas modalidades de loterias pelo setor privado.

Alexandre Manoel é economista-chefe da AZ Quest e ex-secretário nos Ministérios da Economia e da Fazenda (2018-2020).

Lucas Barbosa é economista da AZ Quest.





## Setorial

### Mais sobre o mercado de insumos

Depois de certo atraso na comercialização de insumos, capturamos indicação de que a cadeia produtiva se movimentou finalmente para a preparação para a nova safra. O início da safra indica preços mais competitivos de insumos – uma ótima notícia aos produtores de grãos que sentiram a correção amarga dos preços no final da safra 2022/2023.

Preços de fertilizantes minerais sofreram redução entre 30% e 50%. Um ajuste da mesma magnitude foi capturado na comercialização de defensivos. O preço de sementes é naturalmente indexado ao preço da commodity.

Além disso, fornecedores ofereceram condições mais favoráveis aos distribuidores no pagamento à vista como bonificação, cashback e descontos.

Com isso, é esperada uma recuperação de margens não só na produção de grãos, mas também na comercialização de insumos.

Destacamos que identificamos atrasos nos pagamentos de insumos de final de safra, porém houve apenas elevação marginal da inadimplência nos revendedores menores, enquanto um sinal mais preocupante de inadimplência nas grandes plataformas. Buscamos colocar luz e ganhar mais profundidade no tema.

Empiricamente, identificamos uma relação simbiótica entre o produtor e o distribuidor regional – a proximidade da distribuição nessa ponta da cadeia traz uma informação de qualidade para o acompanhamento da carteira. É possível antecipar atrasos e postergações de prazo, assim como implementar um processo de cobrança mais efetivo. Na distribuição local, há a negativação regional, quando um produtor inadimplente sofre restrição de crédito não apenas no distribuidor inadimplido, mas também em vários agentes regionais. Fica necessário o pagamento à vista para plantio na safra seguinte.

Uma abordagem quantitativa do aging de pagamento por categoria de produtos mostrou uma pontualidade maior nas linhas que geram aumento de margem na produção, como especialidades, bioinsumos e organominerais.

Não foi possível inferir causalidade no resultado, mas é comprovado que tais linhas demandam uma interação maior entre produtor e assistência técnica, seja na venda ou no pós-venda. Novamente, relação mais próxima pode criar viés positivo.





## Setorial

Assim, com a manutenção desses vetores, é possível que assistamos uma recuperação de margens na cadeia, mesmo que num patamar inferior às máximas observadas em 2022.

### Clima

Em tempo, os primeiros sinais observados acerca do fenômeno meteorológico El Niño já antecipam algum grau de preocupação. Na sua ocorrência, usualmente são observadas temperaturas mais altas no território brasileiro que afetam heterogeneamente o regime de chuvas em cada região.

No Sul e Sudeste, há um aumento da frequência de precipitações com intensificação no volume de água. No Norte e Nordeste, há mais escassez de água, ocasionando possíveis veranicos durante a safra.

Na década passada, houve 2 ocorrências do fenômeno no Brasil. Entre 2014 e 2016, uma ocorrência de intensidade alta teve efeitos bastante agressivos nas regiões áridas do país. O segundo evento ocorreu entre 2018 e 2019 com intensidade mais amena sem impacto relevante de maneira agregada.

Também na última década, algumas tecnologias foram desenvolvidas para que o crescimento das plantas mais relevantes não fosse comprometido com restrição de água – destaque para soja e milho. Tais tecnologias devem ter forte impulso comercial nos próximos 2 anos.

Mesmo não identificando riscos relevantes no portfólio, traremos nas próximas edições mais detalhes sobre a exposição ao evento climático em cada ativo.



## AGENDA

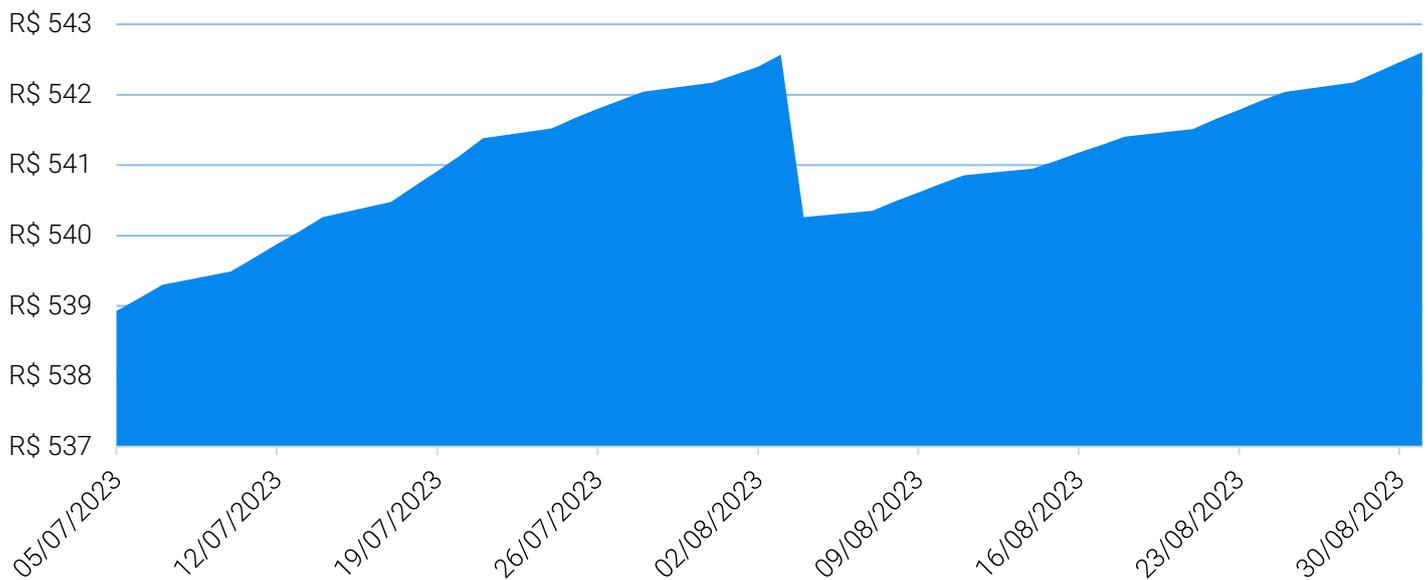
1. Comentário do Gestor
2. FIDC Caeté
3. Análise Macro-Setorial
4. Resultados

## Resultados

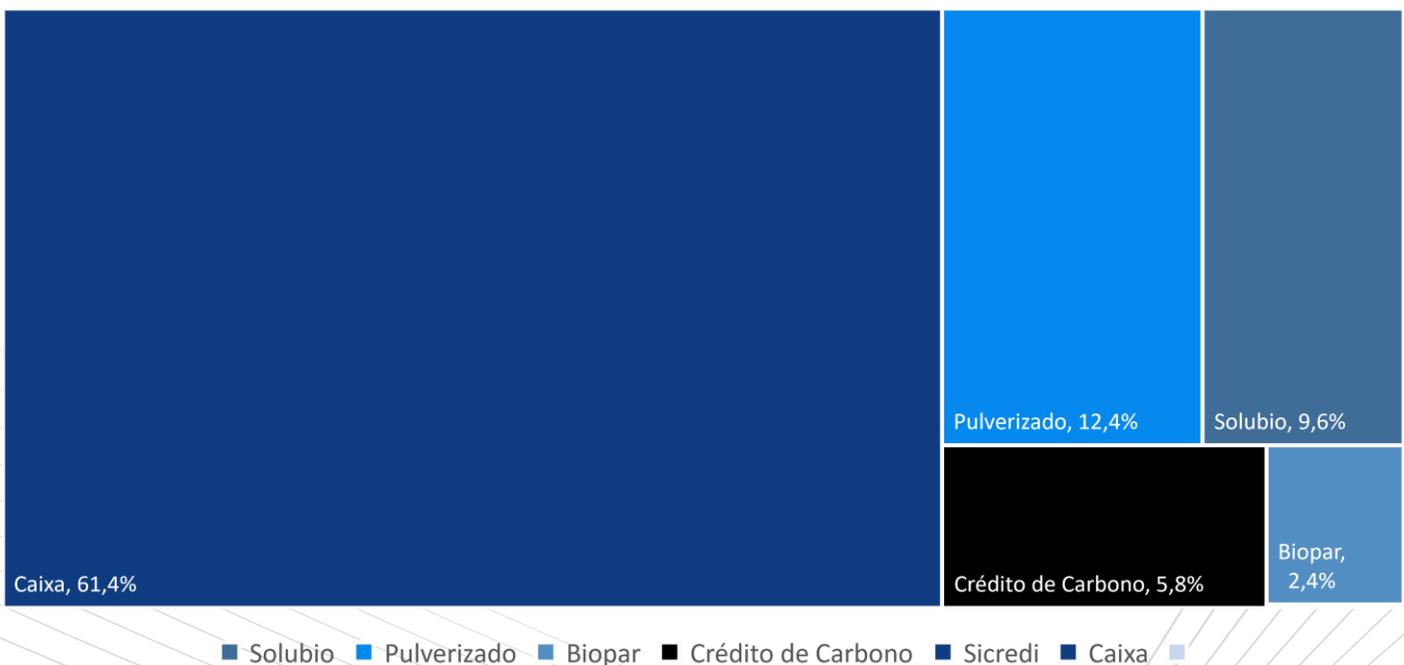
No mês de agosto o AZQA11 distribuiu R\$ 0,065 por cota, cujo valor patrimonial no último dia útil era de R\$ 10,07. Isto representa um *dividend yield* de 0,64%. É importante ressaltar que o fundo ainda está em processo de alocação e, portanto, esse *dividend yield* está aquém do potencial. A equipe segue trabalhando arduamente para realizar essa alocação da forma mais célere possível, sem comprometer nossos processos de análise e diligência.

As principais alocações do mês em CRA foram em Solubio III, Agrosepac e Impacto. As principais alocações em FIDCs foram no Ura Agro Mezanino e em novas *tranches* do FIDC Struttura.

### Patrimônio Líquido



### Concentração por Risco



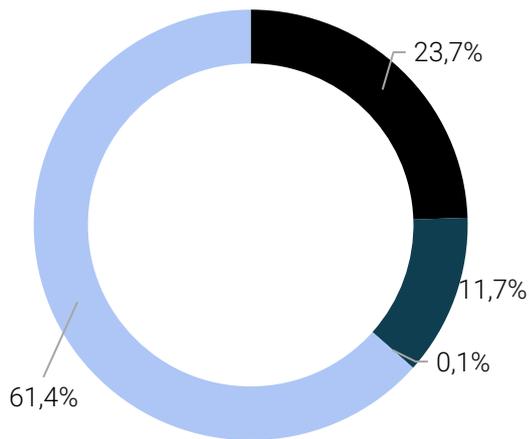
# AZ Quest Luna FIAGRO FII - AZQA11

## Resultados

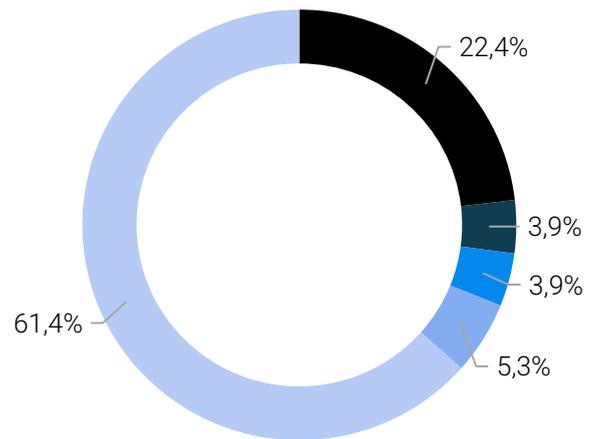
Ativo	Classe	Tipo	Cód. Cetip	Segmento	Juros	Size	Vencimento	Taxa Papel	Receita (MM)	Mg Ebitda	DL/EBITDA
CRA Solubio III Sr.	Sênior	Corporativo	CRA02300IIP	Bioinsumos	Mensais	4.1652.179	27/12/2023	CDI+ 3,5%	De R\$ 101MM a R\$ 300MM	Acima de 20%	De 2,01x a 3,00x
CRA Ura 9 Sr.	Sênior	Pulverizado	CRA02300FL5	Diversos	Mensais	24.598.314	05/05/2024	Pré 20,8%	n.a.	n.a.	n.a.
CRA Impacto	Única	Corporativo	CRA02300HFV	Usina	Mensais	16.043.827	15/01/2025	CDI+ 5,0%	Acima de R\$ 1bi	Até 10%	Até 1x
CRA Biopar Sr.	Sênior	Corporativo	CRA02200EYY	Biodiesel	Mensais	13.018.619	27/12/2028	CDI+ 5,20%	De R\$ 501MM a R\$ 1bi	De 5,01% a 10%	De 1,01x a 1,5x
CRA Agrosepac	Única	Corporativo	CRA02300F4I	Floresta	Mensais	12.508.849	20/06/2029	CDI+ 6,50%	De R\$ 100MMM a R\$ 500 MM	Acima de 20%	Até 1x
CRA Ura 9 Sub.	Subordinada	Pulverizado	CRA02300FL6	Diversos	Mensais	10.546.699	05/05/2024	Pré 27,8%	n.a.	n.a.	n.a.
CRA Solubio III Sub.	Subordinada	Corporativo	CRA02300IO9	Bioinsumos	Mensais	10.415.987	27/12/2023	CDI+ 7,25%	De R\$ 101MM a R\$ 300MM	Acima de 20%	De 2,01x a 3,00x
FIDC Caeté Sr. I	Sênior	Crédito de Carbono	0	Crédito de Carbono	Semestrais	31.228.897	-	CDI+ 4,0%	n.a.	n.a.	n.a.
FIDC Struttura Sr.	Sênior	Pulverizado	0	Diversos	Semestrais	11.252.051	-	CDI+ 7,0%	n.a.	n.a.	n.a.
FIDC Struttura Mez.	Mezanino	Pulverizado	0	Diversos	Semestrais	6.760.458	-	CDI+ 10,0%	n.a.	n.a.	n.a.
FIDC Ura Mez. E	Mezanino	Pulverizado	457422MZE	Diversos	Semestrais	7.112.243	-	CDI+ 7,50%	n.a.	n.a.	n.a.
FIDC Ura Mez. G	Mezanino	Pulverizado	457422MZG	Diversos	Semestrais	7.126.635	-	CDI+ 6,0%	n.a.	n.a.	n.a.
LCA Sicredi	Única	Financeiro	22100875589	Financeiro	Bullet	324.539	15/09/2023	Pré 15,0%	Acima de R\$ 1bi	n.a.	n.a.

192.589.297

### Concentração por Tipo de Ativo



### Concentração por Classe de Ativo



■ CRA ■ FIDC ■ LCA ■ Caixa

■ Sênior ■ Subordinada ■ Mezanino ■ Única ■ Caixa

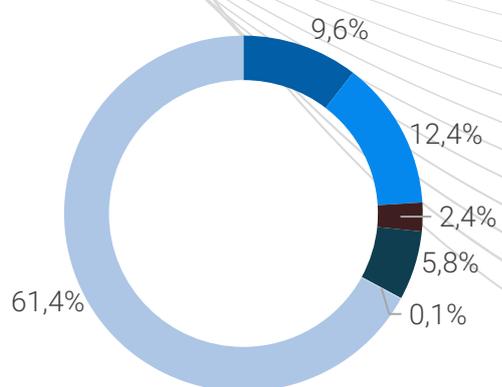
	jul-23	ago-23
<b>A. RECEITA TOTAL</b>	<b>4.032.563</b>	<b>3.451.283</b>
(i) Receita Caixa + Contábil	4.032.563	3.451.283
<b>B. CUSTOS</b>	<b>(792.366)</b>	<b>(593.074)</b>
(i) Taxa de Administração/Performance	(463.347)	(593.070)
(ii) Outros custos	(329.020)	(3)
<b>C. RESULTADO</b>		
(i) Lucro Contábil	3.240.197	2.858.210
(ii) Lucro Contábil por cota	0,0601	0,0530
(iii) Dividendos Distribuídos	0,0450	0,0650
(v) Lucro Reservado <sup>1</sup> (semestre)	0,0151	0,0032
(vi) Lucro Reservado (ano)	0,0151	0,0032
(vii) Lucro Reservado (desde o início do fundo) <sup>2</sup>	0,0151	0,0032

<sup>1</sup> Lucro acumulado não distribuído pelo fundo

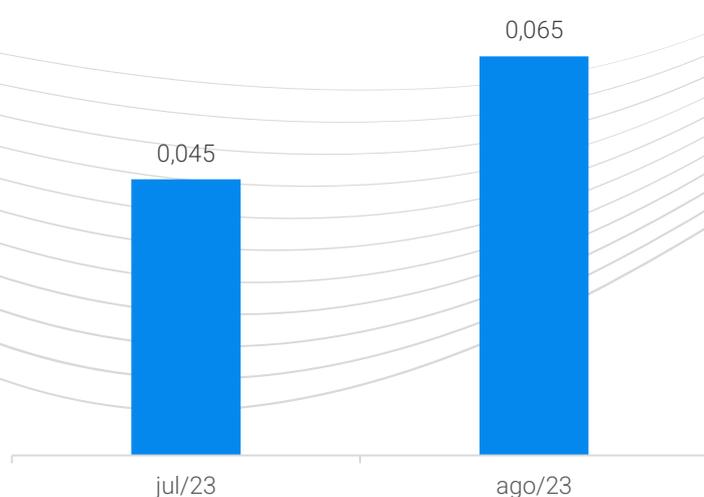
<sup>2</sup> início do fundo em 05/07/2023

## Resultados

### Concentração por Segmento



- Bioinsumos
- Diversos
- Biodiesel
- Crédito de Carbono
- Financeiros
- Caixa



### Distribuição Geográfica



## Disclaimer

O material é meramente informativo e não considera os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades individuais de um ou de determinado grupo de investidores.

Este fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretam o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo.

Recomendamos a consulta de profissionais especializados para decisão de investimentos. Fundos de Investimento não contam com a Garantia do Administrador, do Gestor, de qualquer mecanismo de seguro, ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. É recomendada uma avaliação de performance de fundos de investimento em análise de no mínimo 12 meses. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.

Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do Fundo de Investimento antes de aplicar seus recursos. As rentabilidades divulgadas são líquidas de taxa de administração e performance e bruta de impostos. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância da AZ Quest. Algumas das informações aqui contidas foram obtidas com base em dados de mercado e de fontes públicas consideradas confiáveis.

Os fundo pode utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.

Ainda que o gestor mantenha sistema de gerenciamento de riscos, não há garantia de completa eliminação da possibilidade de perdas para o fundo de investimento e para o investidor.

Este documento não se constitui em uma oferta de venda e não constitui o prospecto previsto no código de autoregulação da Anbima para a indústria de fundos de investimento. Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir.

Para mais informações, ligue para (55) 11 3526 2250 ou acesse [www.azquest.com.br](http://www.azquest.com.br).

O regulamento do fundo poderá ser obtido no site da B3 (<https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/abrirGerenciadorDocumentosCVM>).



An aerial photograph of agricultural fields, showing various patterns of crops and irrigation channels. The image is semi-transparent, allowing the logo to be clearly visible in the center.

**AZQUEST**