

Instrumentos privados de financiamento do agronegócio¹

Bruna Ferrari Schedenfeldt²
Andreza Tuckmantel de Lima³
Gabriel Roberto Romano Levrero⁴
Murilo Rafael Pinto⁵
Adriana Estela Sanjuan Montebello⁶

Resumo – O objetivo geral deste trabalho é analisar a evolução dos instrumentos privados de financiamento do agronegócio, buscando compreender cada um dos títulos de crédito agropecuário: Cédula do Produtor Rural (CPR)-Física, CPR-Financeira, Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), Warrant Agropecuário (WA), Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA). Os objetivos específicos são: a) conceituar e especificar os instrumentos privados de financiamento do agronegócio; e b) analisar o quantitativo desses títulos – volume financeiro e valor de cada um, emissão e negociação no período de 2014 a 2019. Este artigo caracteriza-se como pesquisa exploratória e de abordagem quantitativa, via coleta de informações do banco de dados estatístico da B3 e da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (Cetip). Pode-se dizer que os recursos oriundos da emissão de títulos de crédito do agronegócio possibilitam a redução da dependência do crédito rural oficial. Observou-se também, pela análise do número de registros, volumes negociados, médias diárias e estoques dos títulos privados, que houve maior operacionalização dos instrumentos LCA e CRA no período de estudo.

Palavras-chave: CDA, CDCA, CPR-Financeira, CPR-Física, LCA, WA.

Private agribusiness financing instruments

Abstract – The general objective of the article is to characterize and analyze the evolution of private agribusiness financing instruments, seeking to understand and describe each of the agricultural credit titles which are: CPR (Rural Producer Certificate) Physical & Financial, CDA (Agricultural Deposit Certificate), WA (Agricultural Warrant), CDCA (Agribusiness Credit Rights Certificates), LCA (Agribusiness Credit Bill) and CRA (Agribusiness Receivables Certificate). The specific objectives of the article are: a) to conceptualize and specify the private instruments for financing agribusiness; b) verify and analyze the quantity of these securities, financial volume, value of each of the securities, issue and trading in the period from 2014 to 2019. The research was characterized as exploratory

¹ Original recebido em 22/6/2020 e aprovado em 2/8/2020.

² Graduanda em agronomia. E-mail: bfschedenfeldt@gmail.com

³ Graduanda em agronomia. E-mail: tuckmantellima@hotmail.com

⁴ Graduando em agronomia. E-mail: ga.levrero@gmail.com

⁵ Graduando em agronomia. E-mail: murilopinto.contato@gmail.com

⁶ Professora Dra. do Depto. de Tecnologia Agroindustrial e Socioeconomia Rural da Universidade Federal de São Carlos. E-mail: adrianaesm@ufscar.br

and quantitative, through the collection of information from the bank statistical data from B3 and CETIP (Central for Custody and Financial Settlement of Securities). Thus, it can be said that the resources from the issuance of agribusiness credit bonds make it possible to reduce the dependence of companies in the sector for official rural credit. It was also possible to observe that through the analysis of the number of records, traded volumes, daily averages and stocks of private agribusiness financing bonds, there was a greater operationalization of LCA and CRA in the period included in this study.

Keywords: CDA, CDCA, CPR-Financial, CPR-Physics, LCA, WA.

Introdução

Implantado na década de 1960, mais precisamente em 1966, o Sistema Nacional de Crédito Rural desempenhou importante papel na sustentação do desenvolvimento do setor agropecuário. É caracterizado por ser um mecanismo de concessão de crédito à agropecuária com taxas e condições de pagamentos diferentes das do mercado e determinadas pela política monetária. O sistema experimentou rápido crescimento e, na década de 1970, possibilitou a expansão da produção agrícola, das indústrias de insumos e equipamentos e a formação do agronegócio brasileiro (Auon, 2012).

Durante a década de 1980, houve restrição de oferta de crédito, com redução dos volumes reais oferecidos e dos subsídios, através de aplicativo de indexação, fazendo com que o sistema fosse usado de forma mais racional. Uma mudança na composição das fontes de recursos financeiras foi necessária para complementar os recursos do crédito rural, com maior participação dos bancos privados (Araújo et al., 2007).

A abundância de crédito público das décadas de 1960 e 1970 deixou de ser realidade para a agricultura brasileira – o volume de recursos chegou a atingir 85% do PIB da agropecuária. O governo tendeu a se distanciar do financiamento direto e a fazer uso de outros instrumentos para alavancar recursos para o sistema de crédito (Oliveira & Carvalho, 2006).

Na década de 1990, houve uma mudança do padrão de financiamento da agropecuária. Faveret Filho (2002) explica que o Estado brasileiro passou a privilegiar novos instrumentos

de política agrícola, como reação à crise fiscal da década de 1980 e à mudança do padrão de desenvolvimento na virada da década de 1990. No lugar do clássico mecanismo de empréstimos com garantia de compra, que transferiam o risco da comercialização para o governo, foram adotados programas cujo objetivo era manter o risco com o produtor e minimizar o impacto sobre os gastos públicos.

Bacha (2018, p.90) comenta que

A partir da década de 1990, o crédito rural, com recursos controlados, tem sido mais seletivo, havendo maior subsídio para algumas categorias de produtores, como os pequenos agricultores, beneficiados pelo Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (PRONAF). O PRONAF foi criado em 28/06/1996 e visa promover o desenvolvimento sustentável do segmento rural constituído pelos agricultores familiares, de modo a propiciar-lhes o aumento da capacidade produtiva, a geração de empregos e a melhoria de renda.

Diante disso, o governo federal recorre também a mecanismos capazes de atrair o capital privado para o financiamento da atividade agrícola e para o apoio à comercialização. Esses mecanismos tomam a forma de títulos de crédito especialmente desenvolvidos para financiar o agronegócio. A ideia é estimular o investidor urbano – pequeno poupador ou grande fundo de pensão – a financiar a atividade rural, complementando assim o crédito rural regulamentado pelo governo (Brasil, 2020b). A partir da nova formulação de títulos de crédito para o agronegócio, o papel condutor do governo, por meio do direito econômico em sua forma de

planejamento, procurou definir instrumentos específicos para que houvesse uma real integração do agronegócio ao mercado financeiro e de capitais, menos dependente dos recursos públicos e mais resistente às adversidades normais desse segmento, dentro de um verdadeiro novo sistema (Buranello, 2015).

Para incentivar a participação do setor privado no financiamento agropecuário e reduzir a dependência do setor aos recursos públicos, foi criada a Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, que regulamentou cinco novos títulos de financiamento para o agronegócio (Silva, 2006). A Lei nº 11.076/2004 criou, então, segundo Buranello (2015), uma nova regulamentação financeira do agronegócio em estreita cooperação com o setor privado, firmando os alicerces do Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio.

Os títulos de crédito são documentos que contêm o direito de crédito e representam a obrigação dessa dívida conforme sua descrição. Tais títulos têm como função fazer circular a riqueza de forma indireta, sendo classificados de duas formas, ordem de pagamento e promessa de pagamento. No entanto, os títulos de crédito do agronegócio são compreendidos como promessa de pagamento com estas características: são nominativos, de livre negociação e vinculados a direitos creditórios do agronegócio (Piccini, 2017). Assim, criava-se um amplo mercado de direitos creditórios ligados à produção rural, ensejando liquidez aos títulos e segurança aos portadores por meio de regras de circulação, bem como o dinamismo ao instituir a circulação eletrônica. A previsão de securitização desses créditos é elemento importante para a confiabilidade dos novos títulos (Wald & Waisberg, 2005).

Segundo Bacha (2018, p.91), os novos instrumentos de financiamento do agronegócio são denominados Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), Warrant Agropecuário (WA), Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA). Constata-se, segundo Bacha (2018), que os custos financeiros desses

instrumentos e do restante do agronegócio são, sem nenhuma dúvida, superiores aos do crédito rural oficial.

Desenvolver um novo mecanismo de financiamento do agronegócio é o principal propósito desses títulos, através de papéis lastreados em produtos depositados e títulos de dívidas agrícolas que podem ampliar o relacionamento do agronegócio com o setor financeiro. Esses títulos podem proporcionar uma nova organização para o agronegócio brasileiro de maneira que: o produtor rural e suas cooperativas terão opção de acesso ao crédito rural; os investidores institucionais privados poderão investir no setor por meio da compra dos títulos; os agentes do agronegócio, que financiam e disponibilizam crédito ao produtor rural, poderão captar mais recursos para suas operações no mercado financeiro e de capitais com a negociação com seus respectivos direitos creditórios do agronegócio; permitem aliviar os cofres públicos, que carecem de capital suficiente para atender toda a demanda (Silva, 2006).

O objetivo deste trabalho é analisar a evolução desses instrumentos privados de financiamento do agronegócio. Os objetivos específicos são conceituar e especificar esses títulos; e analisar o quantitativo desses instrumentos, volume financeiro, valor de cada título e sua emissão e negociação em 2014–2019. Esse período foi escolhido de acordo com a disponibilidade de informações do banco de dados adotado.

Metodologia e fonte de dados

A metodologia deste trabalho consiste em uma pesquisa exploratória da literatura sobre o tema “Os instrumentos privados de financiamento do agronegócio”. Segundo Gil (2002), o objetivo dessas pesquisas é proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a constituir hipóteses. Pode-se dizer que elas têm como objetivo principal o aprimoramento de ideias ou a descoberta de intuições. Assim, a pesquisa também é exploratória, pois foi conduzida por meio de revisões bibliográficas, livros, trabalhos acadêmicos, sites

de instituições públicas e privadas, entre outras produções da literatura, para dar suporte à análise tabular e gráfica via pesquisa quantitativa com dados secundários.

Dessa forma, a pesquisa tem caráter também quantitativo. Foram feitas análises tabulares e gráficas das seguintes variáveis: número de operações realizadas e volumes financeiros movimentados dos títulos, de janeiro de 2014 ao último valor computado em dezembro de 2019. De acordo com Madeira et al. (2011), a pesquisa quantitativa permite a quantificação de dados e o seu tratamento por meio de técnicas estatísticas simples ou complexas.

As fontes de dados secundários foram coletadas por meio das estatísticas oficiais da B3, cuja plataforma possui informações sobre os instrumentos privados de financiamento do agronegócio (definições e características). Foram coletadas também informações por ativo (que incluem esses títulos) do banco de dados da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (Cetip). A Cetip é uma companhia de capital aberto que desde 2009 oferece serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos. De suas séries históricas, é possível extrair informações sobre estoques, negociações definitivas por ativo, negociações definitivas por produto e volume depositado.

Quando possível, as variáveis de interesse foram analisadas por meio da taxa geométrica de crescimento. Segundo Costa & Bacha (2017), a taxa geométrica de crescimento anual (TGCA), é calculada da seguinte forma: 1) tomam-se os logaritmos naturais de cada observação para cada ano em análise; 2) estima-se uma equação linear simples, cuja variável dependente é o logaritmo natural do número de negociação de determinado instrumento (ou do volume negociado, por exemplo), e a variável explicativa é o tempo: $Ln(dado) = a + b \times tempo$; 3) feita a regressão linear simples e estimado o coeficiente angular b , toma-se o antilog do valor de b e subtrai-se dele o valor 1, obtendo assim a taxa geométrica de crescimento anual (TGCA): $(e^b - 1) \times 100 = TGCA$.

Resultados e discussão

Cédula do Produtor Rural

A CPR, criada pela Lei nº 8.929 de 1994, é um título cambial, negociável no mercado e que permite ao produtor rural, ou às suas cooperativas, a comercialização antecipada da produção. Nessa concepção, ela só poderia ser liquidada por meio da entrega do produto, na quantidade prevista, podendo também ser endossável. Gonçalves et al. (2005) indicam que os objetivos da CPR são: a) financiar a produção por meio da venda antecipada do produto; b) garantir o suprimento de matéria-prima pela venda antecipada de produção agroindustrial; c) vender insumos por meio de troca pela produção agrícola; e d) fornecer alternativa de investimentos via fundos.

A CPR possui duas modalidades: a) a CPR-Física, que deverá ser utilizada quando o emissor tem como interesse a entrega do produto rural vendido, e o comprador tem interesse em receber a mercadoria; e b) a CPR-Financeira, em que o emitente e o comprador têm como intenção liquidar financeiramente a dívida assumida (B3, 2020b). A respeito da CPR-Financeira, de acordo com Gomes (2018), ela foi incluída pela Lei nº 8.929/9418 na forma do art. 4º A, por força da Lei nº 10.200, de 2001, para permitir a facilidade e o aumento das vias de negociação, o que, de fato, resultou no crescente uso do instrumento nas mais diversas esferas de financiamento ou investimento.

A CPR pode ser emitida pelos próprios agricultores e suas organizações, associações e cooperativas. O trâmite para sua concessão consiste em o produtor realizar a termo a venda de sua produção, receber o valor referente a essa venda no ato da formalização do negócio, comprometendo-se assim a entregar o produto negociado em data e local estipulados (CPR-Física). Já em relação à CPR-Financeira, o emissor deve liquidar o título financeiramente pelo preço previsto na cédula, seja por um preço fixo já determinado na emissão do título, seja através

de indicadores, cujo preço só é informado na data de liquidação do título, levando em consideração o índice de preço utilizado. Além disso, o título pode apresentar garantia através de uma instituição financeira, sendo que ela se responsabiliza em honrar as condições contratuais caso o vendedor não o faça (Gonzales, 2000).

Segundo Gomes (2018), acredita-se que muitos benefícios foram alcançados com o implemento da CPR, talvez pelo fato de ela ser passível de uso em diversos negócios. A CPR se tornou, ao contrário dos instrumentos até então utilizados, um título de crédito de extrema versatilidade, capaz de dar total reviravolta nos meios negociais do agronegócio e no sistema de crédito financeiro a ele destinado. Além disso, segundo o autor, o uso do título, em suas inúmeras possibilidades, é uma realidade, pois passou de mera expectativa para um dos instrumentos mais utilizados no agronegócio.

A Figura 1 mostra que em 2015–2019 houve redução significativa no número de cédulas da CPR-Física (do produto) – de 282 em 2015 para 40 em 2019, queda de 85,9%; mas houve aumento considerável do número de cédulas da CPR-Financeira: 934 cédulas em 2019, segundo o levantamento da Cetip, ou alta de 79% em relação a 2015 (522 cédulas). No período, a CPR-Física recuou 37,4% a.a., enquanto a CPR-Financeira exibiu TGCA de 20,6%.

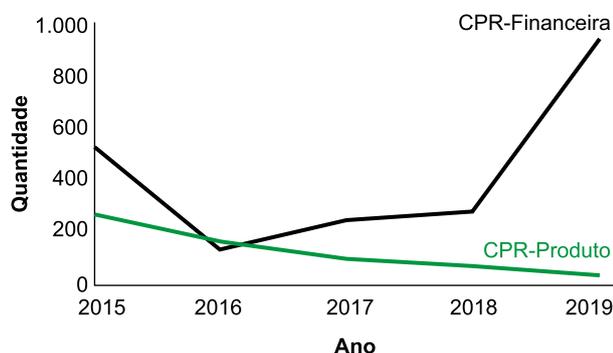


Figura 1. CPR – número de cédulas em 2015–2019.

Fonte: elaborado com dados da CETIP (2019).

Esses números podem ser justificados, pois, de acordo com Costa et al. (2010),

a CPR-Física não despertava o interesse de grandes grupos, como os fundos de pensão. Assim, a BM&FBOVESPA sugeriu financeirização da CPR. Esse avanço decorreu do fato de que a entrega física dos produtos agrícolas como forma de liquidez acabou desestimulando a entrada do sistema financeiro nesse tipo de operações, já que os gerentes de fundo precisavam de habilidades para recomprar a CPR por um preço considerado razoável e assumiam o risco de receber os produtos físicos, além de que, pela lei, muitos desses operadores não podiam segurar contratos ou títulos de entrega física como parte de seus portfólios de fundos. Portanto, a introdução dessa modalidade no instrumento da CPR possibilitou a participação de novos agentes no mercado de financiamento da produção agropecuária.

A Figura 2 mostra que o volume financeiro da CPR-Financeira em 2015–2019 foi superior ao da CPR-Física, exceto em 2015 e 2016: R\$ 139,3 milhões contra R\$ 104 milhões em 2015; e R\$ 110,8 milhões contra R\$ 78 milhões em 2016. Em 2017, o volume da CPR-Financeira voltou a crescer e em 2019 atingiu cerca de R\$ 1,5 bilhão. Considerando toda a série de volume financeiro da CPR (física e financeira), a TGCA foi de 70,94% (-35% para a CPR-física e 119,8% para a CPR-Financeira, sendo esta responsável pelo desempenho total do volume financeiro com CPR.

A Figura 3 mostra um fluxograma da operação com a CPR. Inicialmente, é necessário que o produtor rural faça a solicitação da emissão de uma CPR a uma cooperativa ou outra empresa do agronegócio, com a responsabilidade de entregar sua produção futura como pagamento (1). Dessa forma, como forma de troca, o emissor (cooperativa ou empresas do agronegócio) paga adiantado ao produtor o recebimento de sua safra (2). Entretanto, para que a CPR passe a ser reconhecida como um ativo financeiro e possa entrar em circulação no mercado, é necessário seu registro em sistema de registro e de liquidação financeira, que é autorizado pelo Banco Central do Brasil (B3/CETIP, BM&F, entre outras) (3). Assim, ela pode ser negociada com

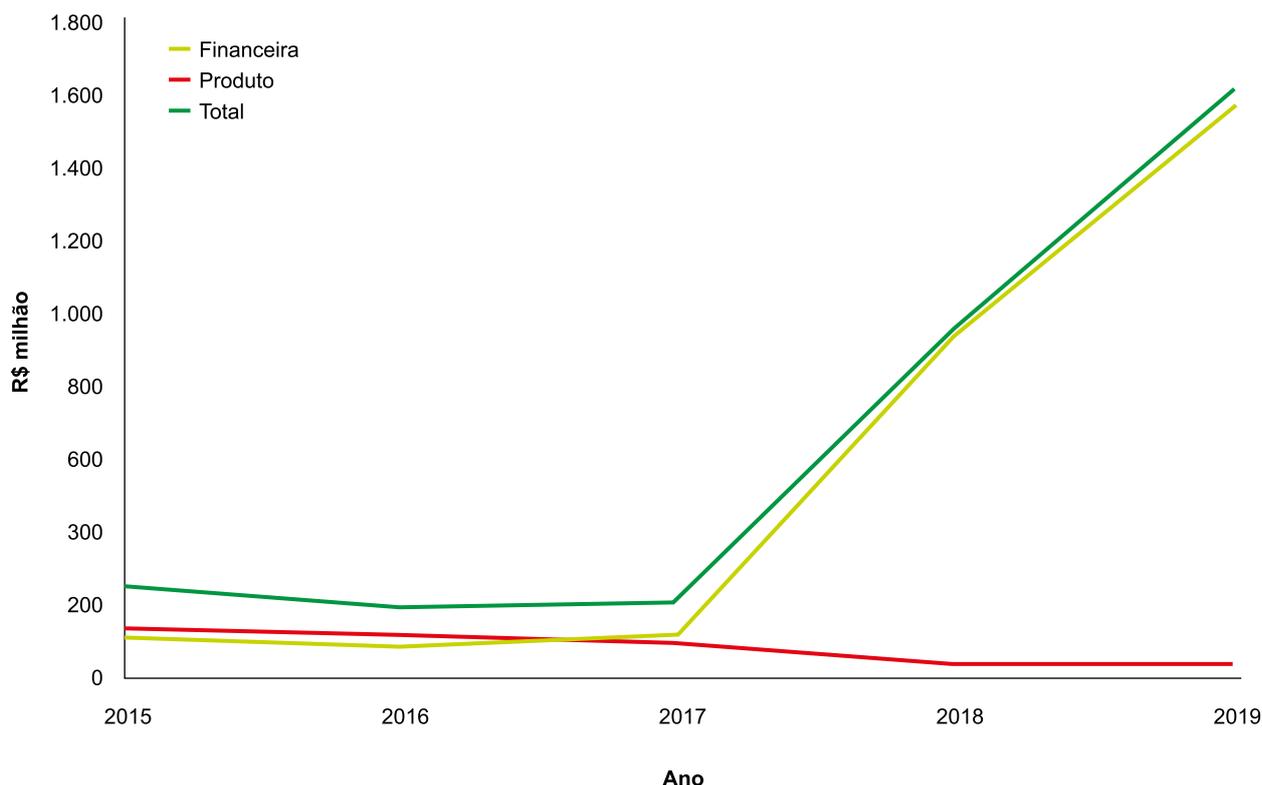


Figura 2. CPR – volume financeiro em 2015–2019.

Fonte: elaborado com dados da B3 (2020a).

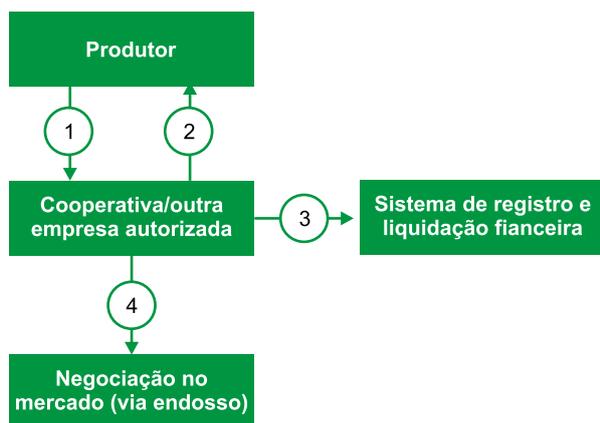


Figura 3. CPR – fluxograma simplificado de operação.

Fonte: adaptado de Vian (2005), Oliveira & Carvalho (2006) e Zanella (2019).

compradores definidos, mais conhecidos como mercados de balcão, ou sem compradores definidos (bolsas de mercadoria), sendo transferida através da declaração de sua propriedade (4).

Nota-se que, independentemente da fonte dos recursos, as condições vigentes no mercado financeiro e cambial – taxas de juros e política cambial – definem o custo básico das operações com CPR. O custo da operação é ainda onerado pela cobrança do aval, que deve refletir o risco associado ao tomador e ao negócio, e outros custos de transação. No caso das operações lastreadas em recursos captados no mercado doméstico, o piso para a taxa de juros é determinado pelo custo de oportunidade para a aplicação financeira dos recursos dos agentes que participam das cadeias agroindustriais e financiam os produtores. De acordo com Buainain (2007, p.84),

Dado o elevado *spread* entre essa taxa e a taxa de juros para crédito comercial de curto prazo [...], é possível realizar operações de CPR a uma taxa vantajosa para os produtores, ainda que o custo final seja elevado.

Para as operações lastreadas em captações externas, Buainain (2007) comenta que

O custo final da CPR será, portanto, especialmente afetado pela taxa de juro internacional, pela taxa de juro praticada em operações com o Brasil (taxa internacional acrescida do componente para cobrir o risco do país), pela expectativa de variação cambial e um prêmio para cobrir o risco cambial (Buainain, 2007, p.85).

Certificado de Depósito Agropecuário e Warrant Agropecuário

O CDA e o WA são títulos executivos extrajudiciais emitidos pelo armazém de agronegócio necessariamente juntos, mas podem circular separadamente. O CDA é um título de crédito representativo de promessa de entrega de produtos agropecuários; seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico são depositados em conformidade com a Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000 (B3, 2020b). O CDA foi regulamentado para substituir o “conhecimento de depósito”. Já o WA é um título de crédito que confere direito de penhor sobre a mercadoria descrita no CDA correspondente. Ambos são títulos de execução extrajudicial. O CDA e o WA podem ser garantidos por aval bancário ou seguro e negociados em conjunto ou isoladamente. São tributados como ativos financeiros com isenção de IOF – Imposto sobre Operações Financeiras (B3, 2020a).

O CDA e o WA são títulos unidos, emitidos simultaneamente pelo depositário, a pedido do depositante, podendo ser transmitidos unidos ou separadamente. Enquanto permanecerem sob a mesma titularidade, asseguram ao titular a plena propriedade da mercadoria depositada no armazém de agronegócio (Silva, 2006).

Para iniciar a emissão desses instrumentos, Figura 4, o produtor precisa depositar a mercadoria em um armazém que emitirá o CDA-WA. Depois da deposição e emissão, o produtor registra o título, através do banco, em uma entidade de registro e liquidação de títulos. Uma

vez registrado, o produtor pode comercializar os títulos de três formas: venda do CDA-WA, venda apenas do WA, ou venda só do CDA. No primeiro caso, a venda do CDA-WA equivale à venda da mercadoria armazenada. Com a venda do WA, cujo valor e taxa de juros são uma porcentagem do valor armazenado, o produtor pode conseguir um empréstimo bancário e permanece com a posse do CDA. Já com a venda do CDA, ele pode pagar a operação de empréstimo e permanecer com o WA (Brasil, 2007).

Para a quitação do WA, cujo valor é determinado no próprio título, o pagamento deve ser feito em dinheiro. Já para o CDA, a liquidação é dada através da retirada do produto referente ao título no armazém emissor (Bacha, 2012).

A Figura 5 mostra a evolução do número total de cédulas do CDA e WA depositadas em 2014–2019 quando selecionada a variável estoque no banco de dados da B3. Em 2016 e 2017, nota-se redução dos estoques com CDA e WA. Em 2015 foram registrados 52.507 depósitos; em 2016, 45.435 depósitos. Já em 2018 e 2019, os números são 73.316 e 86.852, respectivamente. De 2014 a 2019, a taxa anual de crescimento desse título foi de 11,60%.

De acordo com Silva (2006), tanto o CDA quanto o WA proporcionam uma nova perspectiva para a comercialização de produtos agropecuários. A comercialização do CDA, apesar de negociar a mercadoria, não a desloca fisicamente e oferece a oportunidade de o investidor não ter de recebê-la no momento da negociação. Já o WA passa a representar uma garantia maior a todos que desejam investir e financiar a agropecuária. Dessa forma, esses títulos se caracterizam por possuírem fiscalização do sistema pelo Mapa, haver possibilidade de aval bancário e seguro e por serem classificados como títulos executivos extrajudiciais.

Letra de Crédito do Agronegócio

A LCA é um título de emissão exclusiva de instituições financeiras, públicas ou privadas, e serve para garantir operações de empréstimos bancários – os produtores emitem títulos

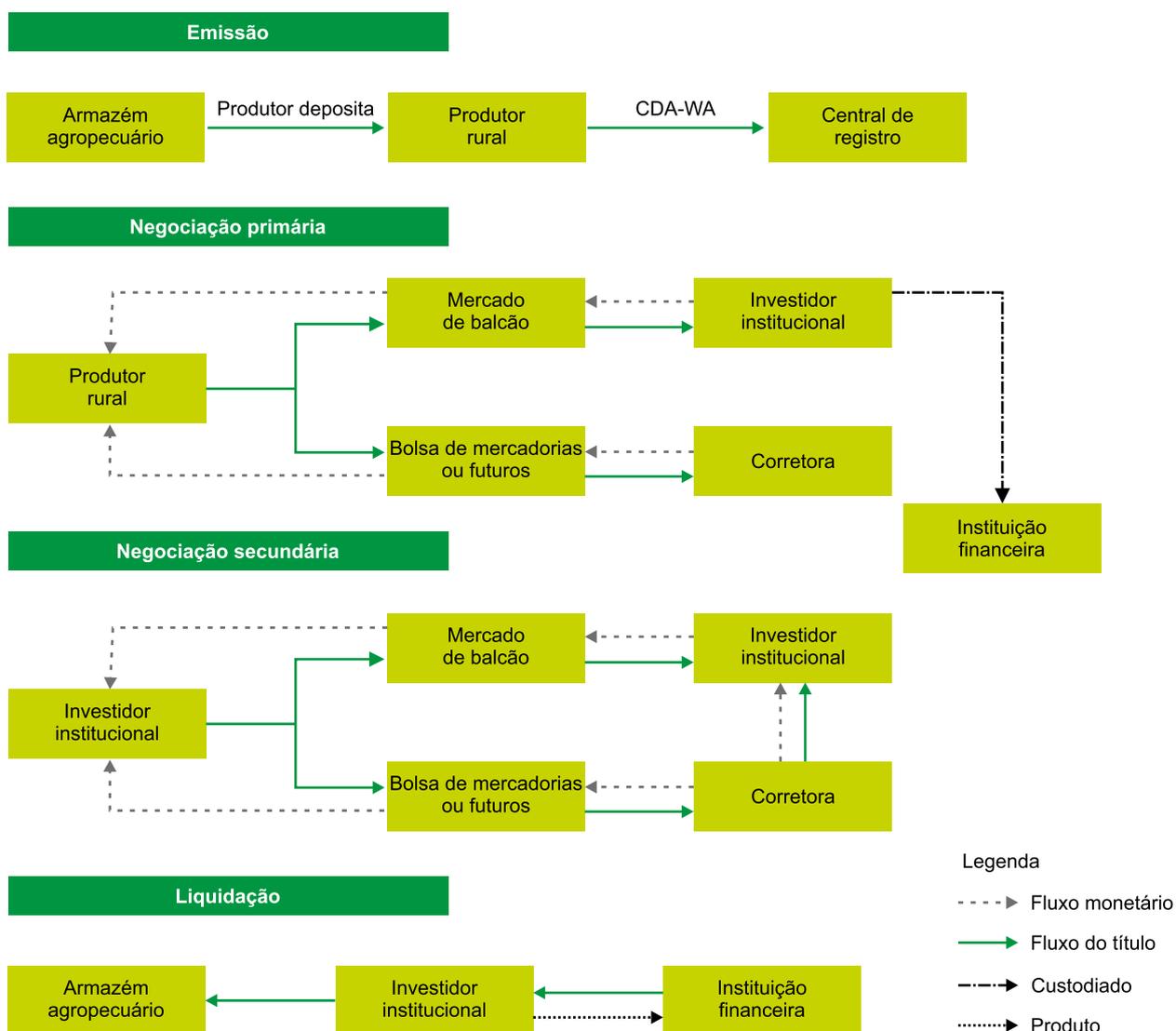


Figura 4. CDA-WA – esquema de emissão e negociação.

Fonte: adaptado de Silva (2006).

financeiros que são resgatados no pagamento da dívida. De acordo com B3 (2020b), um dos atrativos da LCA é o fato de os rendimentos dos investidores pessoas físicas serem isentos de Imposto de Renda. Outro diferencial é o fato de as LCAs emitidas a partir de 23 de maio de 2013 terem cobertura do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) até o limite estabelecido pelo fundo para recursos numa mesma instituição.

Um investidor compra a LCA emprestando seu dinheiro ao banco, que, por sua vez, usa esse dinheiro para emprestar ao produtor rural.

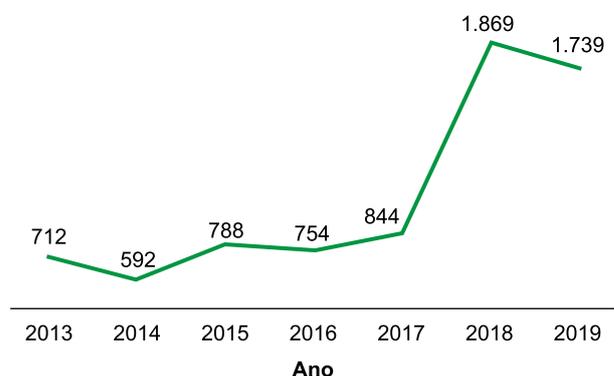


Figura 5. CDA-WA – quantidade de cédulas em estoque em 2014–2019.

Fonte: elaborado com dados da B3 (2020a).

Quanto mais tempo o investidor ficar com a LCA, maior será seu rendimento, que é menor que a taxa cobrada pelo banco para emprestar o dinheiro ao produtor. No vencimento do recebível, o produtor paga sua dívida com o banco, resgatando o título por ele emitido. No vencimento da LCA, o banco paga ao investidor, finalizando a operação (Brasil, 2007).

A LCA considera como viável o financiamento do agronegócio no País e apresenta vantagens como a isenção de Imposto de Renda sobre juros para investidor físico, com rendimento geralmente maior do que o da poupança e do CDB; o FGC cobre as perdas de até R\$ 250 mil por CPF ou CNPJ em cada instituição financeira (B3, 2020b).

A Figura 6 mostra o volume financeiro negociado da LCA em 2014–2019. Houve leve ascensão a partir de 2016, depois da tendência de queda de 2014 a 2016. Mas o volume se recuperou a partir de 2017 e atingiu R\$ 85,76 bilhões em 2019. De 2014 a 2019, a taxa de crescimento ao ano foi negativa (-0,37%). De acordo com Bacha (2018, p.101),

[...] as negociações com LCA caíram fortemente nos anos de 2015 a 2017, sendo que as negociações com CRA cresceram muito nesses anos. Há, portanto, uma mudança de

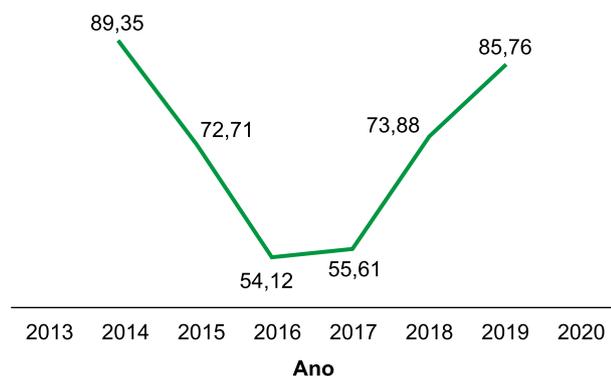


Figura 6. LCA – volume financeiro negociado em 2014–2019 (R\$ bilhão).

Fonte: elaborado com dados da B3 (2020a).

preferência entre os novos títulos privados de financiamento do agronegócio ao longo da segunda década do século XXI. Isso, provavelmente, ocorre pelo fato de grandes investidores preferirem eles próprios comprarem os títulos de grandes agricultores confiáveis, e apropriarem-se do *spread* que antes ficaria com o banco através da LCA.

Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio

Como instrumento financeiro por excelência, o CDCA é um título de crédito, nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial. Sua emissão é exclusiva das cooperativas de produtores e outras pessoas jurídicas que exercem a atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária (Buranello, 2015).

Silva (2006) ressalta que o CDCA possui algumas vantagens: o investidor fica isento fiscalmente, para pessoa física, além de grandes garantias e retorno; para o emissor são a simplicidade e os benefícios para as empresas emissoras, a melhora do fluxo de caixa e dos índices financeiros, além de viabilizar o acesso a outras linhas de crédito (mercados de capitais). O CDCA possui taxas de juros pré-fixadas ou pós-CDI⁷.

A Figura 7 mostra o fluxograma simplificado da operação com CDCA.

Inicialmente, o produtor recorre a uma empresa autorizada ou cooperativa e solicita a emissão de uma CPR ou CDA-WA, assegurando sua produção como pagamento no futuro (1). Como troca, a cooperativa oferece insumos ao produtor (2). Durante o ano-safra, a cooperativa arrecada vários recebíveis que, somados, podem ser utilizados para lastrear a operação de um

⁷ Certificado de Depósito Interbancário. É um certificado utilizado para firmar operações entre bancos. A taxa média diária do CDI é utilizada como parâmetro para avaliar a rentabilidade de fundos e nas operações de swap na BM&F (Silva, 2006, p.89).

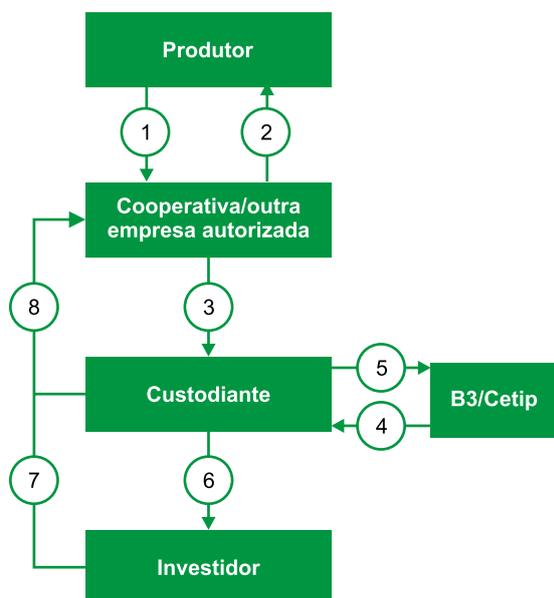


Figura 7. CDCA – fluxograma simplificado de operação.

Fonte: adaptado de Zanella (2019).

CDCA. Essa operação ocorre quando esses recebíveis são passados a um custodiante (3). Depois, é preciso o seu registro em sistema de registro e de liquidação financeira, concedido pelo Banco Central do Brasil (B3/Cetip) para que a CDCA seja validada como título de valor mobiliário e possa circular no mercado (4). Cada recebível recebe um número de registro gerado pela B3/Cetip. Com essas informações, o custodiante (5) vai emitir o CDA para a cooperativa. O custodiante tem como função efetuar a venda do título para um investidor (6). Essa negociação pode ser feita via leilão no mercado financeiro ou balcão, onde a cooperativa já tem um comprador e o informa ao custodiante. O comprador do CDCA faz o pagamento ao custodiante (7), que, posteriormente, faz o repasse para a cooperativa (8).

O volume financeiro negociado do CDCA, Figura 8, cresceu no período analisado – houve queda apenas em 2019. A TGCA em 2014–2019 foi de 23,1%. Em 2016, segundo o portal TLON (2017), os montantes anuais de emissão, estoque e negociação de CDCA cresceram. No mesmo período, as negociações de CPR-Financeira recuaram.

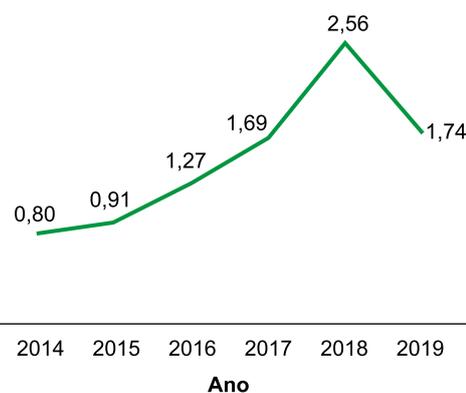


Figura 8. CDCA – volume financeiro negociado em 2014–2019 (R\$ bilhão).

Fonte: elaborado com dados da B3 (2020a).

Certificado de Recebíveis do Agronegócio

O CRA é um título de renda fixa lastreado em recebíveis da negociação entre cooperativas ou entre os próprios produtores rurais e terceiros. Sua emissão é um tipo de operação feita no mercado de valores mobiliários em que a empresa cede seus recebíveis para o intermediário de uma securitizadora, normalmente com o auxílio de uma instituição financeira. Dessa forma, a securitizadora pagará pelos recebíveis cedidos, antecipando o recebimento da empresa (Araujo, 2017). Vian (2005), citado por Zanella (2019, p.30), afirma que

Como não são instituições financeiras, essas empresas não se submetem à legislação e fiscalização do Banco Central do Brasil, mas sim, às regras e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários.

Apesar de o CRA ser um investimento comparativamente recente e representar pequena parcela do capital de renda fixa, ele é o instrumento de maior crescimento anual de emissões. E esse cenário só tende a aumentar, já que o título possui grande vantagem conferida aos benefícios fiscais, pois seus rendimentos positivos de investidores (pessoa física) são isentos de Imposto de Renda retido na fonte e na declaração anual, independentemente da data

de emissão do certificado. Outro atrativo é que é zero a alíquota de IOF nas operações de aquisição, cessão, transferência e câmbio relacionado aos investimentos em CRA (Winter, 2014).

A Figura 9 mostra que em 2014 o volume financeiro com esse título atingiu R\$ 1,74 bilhão – alta de 624,7% em 2014–2016. Houve reduções de 2016 a 2018, mas o volume voltou a crescer em 2019, atingindo R\$ 14,20 bilhões. A TGCA do volume financeiro depositado em 2014–2019 foi de 46,53%.

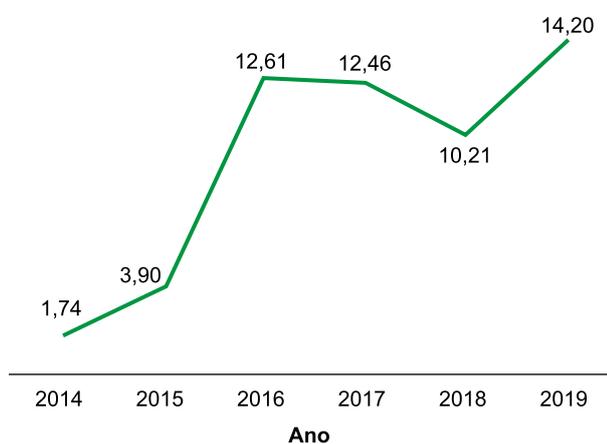


Figura 9. CRA – volume financeiro depositado em 2014–2019 (R\$ bilhão).

Fonte: elaborado com dados da B3 (2020a).

Esse comportamento ascendente pode estar relacionado a um conjunto de fatores interligados como a possibilidade da atuação de companhias securitizadoras no financiamento de grandes agroindústrias (Brasil, 2020a). E, considerando o protagonismo do agronegócio brasileiro, que representa aproximadamente 21,6% do PIB, essa letra de crédito é fundamental para a ampliação das múltiplas cadeias do setor agropecuário (Cepea, 2020).

Contudo, entre 2016 e 2017 as emissões de CRA ficaram constantes e, ao longo de 2018, houve retrocesso no volume financeiro (Figura 9). Isso está de acordo com o quadro apresentado por Uqbar (2019):

As emissões anuais de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), que, em

termos consolidados, vinham se expandindo em ritmo muito forte, até superarem os R\$ 14,00 bilhões em 2016, perderam momento em 2017, se estacionando naquele ano no mesmo patamar do ano prévio, e agora, ao longo de 2018, retrocederam em aproximadamente 50,0% do nível dos dois anos anteriores (Uqbar, 2019, p.12).

Tal quadro, segundo Uqbar (2019), poderia ser explicado pelo fato de esse ser um mercado de operações ainda relativamente baixo. Além disso, pode-se supor que a demanda por operações compreendida por parte de grandes empresas captadoras já teria sido suficientemente atendida nos últimos anos, ocasionando a possível queda no ritmo de emissões da CRA. Entretanto, o anuário da Uqbar (2019) destaca que se essa for a explicação, cabe a observação de que a própria composição da demanda não é consolidada, podendo a demanda por esse instrumento se tornar ainda maior à medida que outros captadores potenciais descubram seus benefícios. Isso porque, em geral, o grau de familiarização e de conhecimento em relação a esse mercado ainda é baixo (Uqbar, 2019).

Importante observar que o aumento do volume financeiro do CRA em 2019 pode estar relacionado à instituição da Medida Provisória nº 897, de 1º de outubro de 2019, com a finalidade de expandir o mercado de capitais. A Medida Provisória 897/2019 (MP do Agro), aprovada e convertida em Lei 13.986/20, segundo a Secretaria de Política Econômica (Brasil, 2019), amplia e facilita o acesso ao crédito rural, com redução de taxas de juros, e permite a captação de recursos do exterior destinados a empréstimos para produtores, por meio da emissão de títulos do agro em moeda estrangeira. Dessa forma, a lei permite a emissão de CRA e CPR com cláusula de correção por variação cambial e possibilita que os ativos sejam distribuídos no exterior (Anbima, 2020); além disso, facilita a concessão de garantia aos credores e amplia os empréstimos aos produtores rurais.

De acordo com a Secretaria de Política Econômica do Ministério da Economia (Brasil, 2019), medidas como essas vem ao encontro da

estratégia de dotar o setor produtivo rural de instrumentos de mercado para que se possa obter, paulatinamente, a redução no direcionamento de crédito voltado ao setor, bem como a melhoria na focalização da subvenção restante, já que a agricultura empresarial seria coberta por esses instrumentos privados. O texto destaca que

No ano agrícola 2018/2019, a subvenção total alocada para o crédito rural (na forma de equalização de taxas de juros) foi de R\$ 10,03 bilhões, dos quais R\$ 5,65 bilhões, ou 56,3%, foram destinados à agricultura empresarial, sendo o restante destinado à agricultura familiar. Uma boa parte dos agricultores empresariais tem todas as condições para acessar os recursos de que necessitam para financiar sua produção e investimentos no mercado financeiro livre e no mercado de capitais.

Visando ajustar essa distorção e buscando focalizar, de forma gradual, a subvenção no agricultor familiar, já no ano agrícola 2019/2020, houve mudança nessa proporção e a agricultura familiar deve ser contemplada com mais da metade da subvenção total (mais precisamente 50,5%). Essa mudança segue a orientação geral de implementar uma política agrícola voltada a produtores específicos, e não à produção em geral (Brasil, 2019, p.1).

Evolução e comparação dos instrumentos privados de financiamento do agronegócio

A Tabela 1 mostra a evolução das negociações feitas em 2014–2019 com CPR registrada, CDCA e CRA – o CDA-WA não possuía número de registros na BM&FBOVESPA no período da pesquisa. Para a CPR, houve queda do número de registros em 2015–2019 e maior número em 2014. Já o CDCA registrou o maior número em 2015 e queda nos próximos anos.

O CRA, em 2014–2019, mostrou comportamento ascendente quanto ao número de registros na Cetip; para a LCA, com comportamento semelhante de alta de 2014 a 2018, não foram encontrados registros do seu volume negociado na plataforma da Cetip em 2019.

Tabela 1. Montante negociado de títulos privados de financiamento do agronegócio em 2014–2019.

Ano	Volume negociado											
	CPR		CDA-WA		CDCA		LCA		CRA		Total	
	Número de registros	Valor (R\$ milhão)										
2014	354	1.716	-	-	79	804	-	-	1.578	2.280	2.011	4.799
2015	140	208	-	-	145	914	206.658	67.334	7.216	3.173	214.159	71.629
2016	94	156	-	-	54	1.273	151.348	39.746	26.451	7.294	177.947	48.468
2017	140	226	-	-	64	1.692	178.489	28.931	50.030	10.784	228.723	41.634
2018	92	1.844	-	-	140	2.562	213.039	35.268	65.544	13.377	278.815	53.051
2019	181	2.717	-	-	109	1.743	-	-	106.958	20.134	107.248	24.593

Fonte: elaborado com dados da B3 (2020a).

A Figura 10 mostra a média diária do volume negociado por ano para CPR, CDCA, LCA e CRA em 2014–2019. As maiores médias são da LCA. Porém, como mostrado na Tabela 1, não houve registro do volume negociado para esse instrumento em 2019. Destaca-se também o aumento do volume negociado com CRA.

A Tabela 2 mostra os estoques de CDCA, LCA e CRA em 31 de dezembro de cada ano do período 2014–2019. As negociações com LCA declinaram em 2017, enquanto as negociações com CDCA e CRA cresceram fortemente no período da coleta de dados. Esse comportamento condiz com o que foi relatado por Bacha (2012), que mostra que há preferência dos grandes investidores por realizarem as próprias compras dos títulos de grandes agricultores considerados confiáveis.

Considerações finais

Os recursos oriundos da emissão de títulos de crédito do agronegócio possibilitam a redução da dependência das empresas em

Tabela 2. CDCA, LCA e CRA – estoque (R\$ milhão) em 2014–2019.

Data	CDCA	LCA	CRA
31/12/2014	1.604	-	2.045
31/12/2015	1.260	-	6.387
31/12/2016	1.599	61.717	17.468
31/12/2017	4.841	58.453	30.154
31/12/2018	6.727	69.603	35.960
31/12/2019	9.152	77.476	42.680

Fonte: elaborado com dados da B3 (2020a).

relação ao crédito rural oficial. Esses recursos oficiais – de fontes como a obrigatoriedade de certa parcela de depósitos à vista e da poupança rural – têm diminuído e são mais seletivos. Daí a importância de uma análise dos títulos privados de financiamento do agronegócio (CPR, LCA, CDCA e CRA). Esses instrumentos alavancam e complementam recursos para o agronegócio e permitem que os gestores do setor aloquem e administrem os recursos de forma mais eficiente.

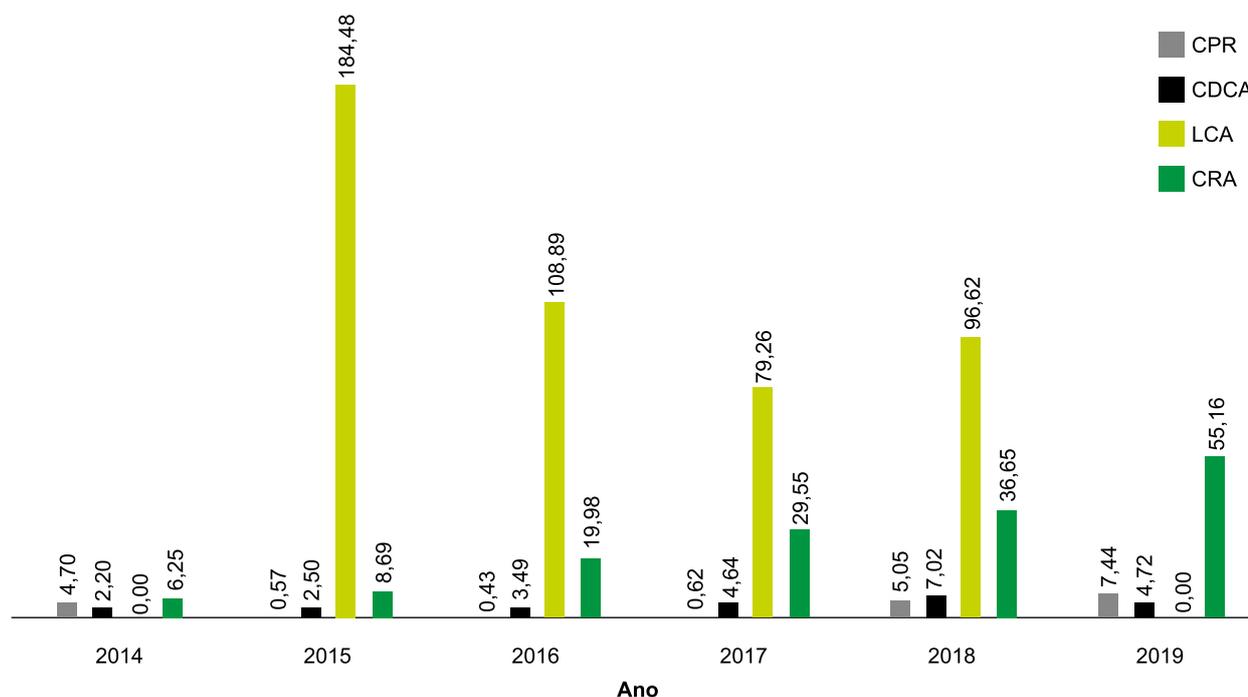


Figura 10. CPR, CDCA, LCA e CRA – média diária do volume negociado em 2014–2019 (R\$ milhão).

Fonte: elaborado com dados da B3 (2020a).

Os resultados da pesquisa mostram maior operacionalização da LCA e do CRA, principalmente pela maior segurança e rendimento que oferecem. No caso do CRA, ajudou também o fato de o título ser recente e, portanto, de grande demanda no mercado, além da possibilidade de grandes investidores realizarem as negociações diretas com os emissores de confiança, eliminando assim intermediários e apropriando-se do *spread*.

Trabalhos que abordam esse tema esbarram na falta de informações para alguns títulos – dificuldade de pleno registro, acompanhamento e posterior disseminação – e, por isso, é de extrema importância o desenvolvimento e a aplicação de um regulamento que centralize as informações num sistema oficial de registro.

Referências

- ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **MP do Agro permite emissão de CRA com distribuição no exterior**. 2020. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/mp-do-agro-permite-emissao-de-cra-com-distribuicao-no-exterior.htm>. Acesso em: 9 maio 2020.
- ARAÚJO, P.F.C. de; BARROS, A.L.M. de; BARROS, J.R.M. de; SHIROTA, R. Política de crédito para a agricultura brasileira: quarenta e cinco anos à procura do desenvolvimento. **Revista de Política Agrícola**, ano16, p.27-51, 2007.
- ARAUJO, T.S. **Certificados de recebíveis imobiliário e do agronegócio**: discussão e definição do conceito do lastro do recebível. 2017. 54p. Monografia (Pós-Graduação) – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo.
- AUON, S. Financiamento da produção agrícola: expansão do mercado de derivativos. **Análises e Indicadores do Agronegócio**, v.7, 2012. Disponível em: <<http://www.iea.sp.gov.br/out/TerTexto.php?codTexto=12446>>. Acesso em: 21 abr. 2019.
- B3. Brasil, Bolsa, Balcão. **Renda fixa**. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/historico/renda-fixa>. Acesso em: 20 fev. 2020a.
- B3. Brasil, Bolsa, Balcão. **Renda fixa**: títulos privados. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/b3/educacao/cursos/online/renda-fixa/titulos-privados>. Acesso em: 2 jan. 2020b.
- BACHA, C.J.C. **Economia e política agrícola no Brasil**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- BACHA, C.J.C. **Economia e política agrícola no Brasil**. São Paulo: Alínea, 2018.
- BRASIL. Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. **Agropecuária brasileira em números**. Disponível em: <<http://www.agricultura.gov.br/assuntos/politica-agricola/agropecuaria-brasileira-em-numeros>>. Acesso em: 22 jan. 2020a.
- BRASIL. Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. **Comercialização e Abastecimento**. Disponível em: <<https://www.gov.br/agricultura/pt-br/assuntos/politica-agricola/comercializacao-e-abastecimento>>. Acesso em: 22 jan. 2020b.
- BRASIL. Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Secretaria de Política Agrícola. **Plano Agrícola e Pecuário 2007/2008**. Brasília, 2007. 67p. Disponível em: <<https://www.gov.br/agricultura/pt-br/assuntos/politica-agricola/plano-agricola-e-pecuario/arquivos-pap/pap2007-2008.pdf>>. Acesso em: 17 abr. 2020.
- BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria de Política Econômica. **A Medida Provisória 897/2019 (MP do Agro) e a Nova Política Agrícola**. Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-informativas/2019/nota-mp-setor-agropecuario/pdf/view>>. Acesso em: 7 out. 2019.
- BUAINAIN, A.M. Modelo e principais instrumentos de regulação setorial: uma nota didática. In: RAMOS, P. (Org.). **Dimensões do agronegócio brasileiro**: políticas, instituições e perspectivas. Brasília: MDA, 2007. p.53-102.
- BURANELLO, R.M. **Securitização do crédito como tecnologia para o desenvolvimento do agronegócio**: proteção jurídica do investimento privado. 2015. 249p. Tese (Doutorado) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.
- CEPEA. Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada. **PIB do agronegócio brasileiro**. 2020. Disponível em: <<https://www.cepea.esalq.usp.br/br/pib-do-agronegocio-brasileiro.aspx>>. Acesso em: 10 maio 2020.
- CETIP. Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos. **Estatísticas**: dados por ativo. 2020. Disponível em: <http://estatisticas.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/web_v05_series_introducao.asp?str_Modulo=Ativo&int_Idioma=1&int_Titulo=6&int_NivelBD=2>. Acesso em: 2 maio 2020.
- COSTA, C.H.G.; ANDRADE, F.T.; CASTRO JUNIOR, L.G. de; CALEGARIO, C L.L.; ALBERT, L.H. de B. Alternativa de financiamento para a cafeicultura CPR Financeira por Índice. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE ECONOMIA

E SOCIOLOGIA RURAL, 48., 2010, Campo Grande. Tecnologias, desenvolvimento e integração social. **Anais**. Fortaleza: Itarget Tecnologia da Informação, 2010.

COSTA, L.A. da; BACHA, C.J.C. Análise da estrutura produtiva e do consumo de papéis *tissue* no Brasil. **Teoria e Evidência Econômica**, ano23, p.118-149, 2017. DOI: <https://doi.org/10.5335/rtee.v23i48.7362>.

FAVERET FILHO, P. de S.C. Evolução do crédito rural e tributação sobre alimentos na década de 1990: implicações sobre as cadeias de aves, suínos e leite. **BNDES Setorial**, n.16, p.31-56, 2002.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GOMES, J.L.M. **Cédula de produto rural como instrumento de operações no âmbito do mercado financeiro**. 2018. 65p. Monografia (Conclusão de Curso) - Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo.

GONÇALVES, J.S.; MARTIN, N.B.; RESENDE, J.V. de; VEGRO, C.L.R. Novos títulos financeiros do agronegócio e novo padrão do financiamento setorial. **Informações Econômicas**, v.35, p.63-90, 2005.

GONZALES, B.C. de R. Novas formas de financiamento da produção, base do agronegócio. In: MONTOYA, M.A.; PARRÉ, J.L. (Org.). **O agronegócio brasileiro no final do século XX: estrutura produtiva, arquitetura organizacional e tendências**. Passo Fundo: UPF, 2000. v.1, p.91-108.

MADEIRA, A.B.; LOPES, M.; GIAMPAOLI, V.; SILVEIRA, J.A.G. da. Análise proposicional quantitativa aplicada à pesquisa em administração. **Revista de Administração de Empresas**, v.51, p.396-410, 2011. DOI: [10.1590/S0034-75902011000400007](https://doi.org/10.1590/S0034-75902011000400007).

OLIVEIRA, C.; CARVALHO, G.R. Financiamento de Agricultura brasileira: os novos instrumentos de captação

de recursos privados. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL, 44., 2006, Fortaleza. **Anais**. Fortaleza: UFC, 2006.

PICCINI, M.F. **Os termos do agronegócio**. 2017. Disponível em: <<https://agroschool.com.br/ebook-guia-rapido-os-termos-do-agronegocio>>. Acesso em: 27 abr. 2019.

SILVA, G. de S. e. **Novos instrumentos de financiamento do agronegócio brasileiro e uma análise das alternativas de investimentos para o CDA/WA**. 2006. 242p. Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo, Piracicaba. DOI: <https://doi.org/10.11606/D.11.2006.tde-21062006-104414>.

TLLON. **Estoque de CDCA voltou a subir em 2016**. 2017. Disponível em: <<http://www.tllon.com.br/cra/jornal/artigos/12782-estoque-de-cdca-voltou-a-subir-em-2016>>. Acesso em: 19 maio 2020.

UQBAR. **Anuário UQBAR 2019: Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA)**. 12.ed. Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: <<https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/02/UqbarAnuarioCRA2019.pdf>>. Acesso em: 19 maio 2020.

VIAN, A. **Novos instrumentos de financiamento do agronegócio**. São Paulo: [Febraban], 2005.

WALD, A.; WAISBERG, I. Direito, mercado e agronegócio. **Valor Econômico**, 14 mar. 2005.

WINTER, M.F. **Certificado de recebíveis do agronegócio**. 2014. 168p. Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

ZANELLA, M.V. **Fatores que influenciam as negociações de títulos do agronegócio**. 2019. 87p. Dissertação (Mestrado) - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.