

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PROJETO DE PESQUISA

TCC MONOGRÁFICO

MARIA KAROLINA SILVA DE LIMA

**A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CRÉDITO AGRÍCOLA DO
BRASIL:**

Um estudo do dinamismo dos produtos de crédito que fomentam o setor agrícola do Brasil, representados pelos CRAs, CDCAs, LCAs, CPRs e CDA/WAs.

São Paulo

2022

MARIA KAROLINA SILVA DE LIMA

**A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CRÉDITO AGRÍCOLA DO
BRASIL:**

Um estudo do dinamismo dos produtos de crédito que fomentam o setor agrícola do Brasil, representados pelos CRAs, CDCAs, LCAs, CPRs e CDA/WAs.

Projeto de pesquisa apresentado como requisito parcial para avaliação do TCC II – Plano Monográfico do curso de Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Prof. Luís Antônio Volpato

São Paulo

2022

Aos meus pais e ao meu irmão.

Por compreenderem a distância,
incentivarem os meus projetos e,
sobretudo, por serem o motivo da
minha força.

RESUMO

O crédito rural brasileiro entre os anos de 1964 e 2004, era concentrado na disponibilização de recursos fornecidos por programas e títulos do Governo Federal. Esse cenário mudou entre 1994 e 2004, quando ocorreu uma reformulação do arcabouço regulatório do Brasil, pela instauração das leis nº 8.929, nº 10.200 e nº 11.706, que possibilitaram o início do financiamento privado do agronegócio. Foram criados 7 (sete) títulos em benefício aos produtores rurais ou demais empresas ligadas ao setor: CPR-Física (CPR), CPR-Financeira (CPR-F), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), Certificado de Depósito Agropecuário e Warrant Agropecuário (CDA-WA), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA). A evolução do crédito do agronegócio, propiciada pela pulverização do fornecimento de crédito e a redução da dependência dos títulos de crédito oficiais, criou um cenário favorável para o aumento do número de emissões dos novos títulos e o fomento do setor. Assim, o estudo permitiu evidenciar o cenário histórico do crédito agrícola no Brasil, com destaque para a transição da concentração de recursos públicos para recursos pulverizados.

Palavras-chave: CRA, CDCA, LCA, CPR, CPR-F e CDA/WA

ABSTRACT

Brazilian rural credit from 1964 through 2004, was concentrated on the availability of resources provided by programs and securities of the Federal Government. This scenario changed between 1994 and 2004, when there was a reformulation of the regulatory framework in Brazil, with the introduction of laws no. 8,929, no. 10,200 and no. 11,706, which enabled the beginning of private funding of agribusiness. Seven (7) securities were created for the benefit of rural producers or other companies linked to the sector: CPR-Physical (CPR), CPR-Financial (CPR-F), Agribusiness Letter of Credit (LCA), Agribusiness Certificate of Deposit and Agribusiness Warrant (CDA-WA), Certificate of Agribusiness Credit Rights (CDCA) and the Certificate of Agribusiness Receivables (CRA). The evolution of agribusiness credit, propitiated by the pulverization of credit supply and the reduction in dependence on official credit titles, has created a favorable scenario for the increase in the number of new titles issued and the promotion of the sector. Therefore, the study allowed to show the historical scenario of agricultural credit in Brazil, with emphasis on the transition from the concentration of public resources to pulverized resources.

Keywords: CRA, CDCA, LCA, CPR, CPR-F and CDA/WA

LISTAS

BACEN: Banco Central do Brasil

BNDES: Banco de Desenvolvimento Econômico e Social

CDA-WA: Certificado de Depósito Agropecuário e *Warrant* Agropecuário

CDCA: Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio

CPR: Cédula de Produto Rural

CPR-F: Cédula de Produto Rural Financeira

CRA: Certificado de Recebíveis do Agronegócio

CREAI: Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

LCA: Letra de Crédito do Agronegócio

PIB: Produto Interno Bruto

PROAGRO: Programa de Garantia da Atividade Agropecuária

PROCEDER: Cooperação Nipo-Brasileiro para o Desenvolvimento dos Cerrados

SNCR: Sistema Nacional de Crédito Rural

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	9
1.1 OBJETIVOS DA PESQUISA	10
1.1.1 Objetivo Geral	10
1.1.2 Objetivos Específicos	10
1.2 JUSTIFICATIVA	11
2 PERCURSO METODOLÓGICO DA PESQUISA	12
3 O FINANCIAMENTO DA ATIVIDADE AGROPECUÁRIA DO PAÍS	14
3.1 PRIMEIRA FASE – A AGRICULTURA PRIMITIVA	14
3.1.1 A Política do Café	14
3.1.2 A Política do Açúcar e Álcool.....	15
3.1.3 A política dos grãos	16
3.2 SEGUNDA FASE – A MODERNIZAÇÃO DA AGRICULTURA	17
3.2.1 Expansão da Produção de Grãos	18
3.2.2 Empréstimos do Governo Federal	18
3.3 Fase de Transição da Agricultura	19
4 O SISTEMA PRIVADO DE FINANCIAMENTO DO AGRONEGÓCIO.....	21
.....	21
4.1 O Mercado Financeiro e de Capitais	21
4.2 Títulos e Valores Mobiliários	23
4.3 Os Títulos do Agronegócio.....	24
4.3.1 Cédula de Produto Rural (CPR)	25
4.3.2 Certificado de Depósito Agropecuário e <i>Warrant</i> Agropecuário (CDA-WA).....	26
4.3.3 Letra de Crédito do Agronegócio (LCA)	27
.....	28

.....	28
4.3.4 Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA).....	29
4.3.5 Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA)	30
4.3.5.1 Securitização de Recebíveis	31
4.3.5.2 Estrutura básica de emissão de Certificado de Recebível do Agronegócio – CRA	33
4.3.5.3 Benefício dos CRA aos investidores	35
4.4 A evolução dos títulos do agronegócio.....	36
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	42
REFERÊNCIAS	44
APÊNDICE A	47
APÊNDICE B.....	48

1 INTRODUÇÃO

O agronegócio configura como um dos principais setores da economia do Brasil. O Produto Interno Bruto (PIB) do país, que totalizou R\$ 2,4 trilhões no 2º trimestre de 2022 - crescimento de 1,2% em relação ao trimestre imediatamente anterior, conforme dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) - propiciou a 7ª colocação do país no *ranking* de desempenho do PIB entre as maiores economias mundiais, de acordo com o levantamento feito pela Austin Ratings (CNN Brasil, 2022). O setor agro, por sua vez, foi responsável por 41,6% da alta do PIB do trimestre (IBGE, 2022).

A relevância do setor frente a economia brasileira não é uma assertiva recente. No século XIX, o Brasil já se destacava na produção mundial de café, chegando a atingir 76,4% do *market share* no início do século XX (IPEA, 2018), dominando a economia nacional durante o período da Primeira República Brasileira. O sucesso do café deu início as primeiras políticas direcionadas ao setor da agricultura, com o objetivo de estimular e potencializar o setor que, dado o período histórico, era caracterizado por fatores de produção ainda rudimentares para atender as demandas internas e externas, destacando a necessidade de investimento em maquinários, equipamentos de irrigação, fertilizantes, mão-de-obra, além de outros subsídios para a modernização do setor e fomento da cadeia agroindustrial.

O mercado de concessão de crédito agrícola no Brasil, espinha dorsal para o financiamento do setor, teve início mais precisamente após a crise financeira dos anos 30, impulsionando o desenvolvimento do primeiro mecanismo de financiamento rural no país, caracterizado pela Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil (“CREAI”). Contudo, a institucionalização da política de crédito agrícola ocorreu apenas em 1965, por intermédio da lei 4.289, com o Sistema Nacional de Crédito Rural (“SNCR”), que objetivava o financiamento e estímulo da produção agrícola. (Coelho, 2001).

Apesar de estimular o crescimento produtivo da agricultura, o SNCR tornou-se ineficiente a partir da década de 70, período que retratou a crise na economia mundial e o consequente esgotamento tradicional do financiamento da agricultura. O setor, até então, era fomentado pelos recursos oriundos do Tesouro Nacional e da poupança externa, fluxos reduzidos durante a década de 70 e 80. Adicionalmente, o papel do estado assumiu uma posição menos intervencionista, abrindo espaço para a atuação privada das Instituições Financeiras na promoção de recursos alternativos à ausência do financiamento público.

Apesar do setor público permanecer um forte atuante no financiamento agrícola, principalmente pelas linhas de crédito do Banco de Desenvolvimento Econômico e Social

(“BNDES”), agente financeiro que lidera o investimento agropecuário do Brasil, a concessão de crédito do setor rural passou por um processo de pulverização, a partir do início do século XXI, contemplando novas fontes de recursos privados por instituições financeiras, com o objetivo de diminuir a dependência do crédito oficial e ampliar as possibilidades de financiamento da atividade agrícola.

A sofisticação da concessão de crédito agrícola foi possibilitada pela implantação das leis nº 8.929, nº 10.200 e nº 11.076, que abriram espaço para a criação de novas fontes de financiamento, pelas linhas de crédito convencionais, concedidas por bancos privados, e pelos títulos estruturados por meio da securitização da dívida, permitindo o acesso do setor aos investidores do mercado de capitais.

Os títulos que representaram as alternativas de crédito rural no Brasil advindas dessas regulamentações são denominados de: Cédula de Produto Rural (“CPR”), Letra de Crédito do Agronegócio (“LCA”), Certificado de Depósito Agropecuário e *Warrant* Agropecuário (“CDA-WA”), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (“CDCA”) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”).

O surgimento desses instrumentos, além de aumentar a oferta de crédito para subsidiar o setor agro e oportunizar o atendimento das necessidades dos produtores rurais ou demais companhias do segmento, sem a limitação de financiamento pelas linhas oficiais subvencionadas pelo Governo, também permitiu uma maior independência dos agentes integrantes das cadeias agroindustriais frente às fontes tradicionais de financiamento, que serão descritas ao longo deste trabalho.

O escopo desta pesquisa é, portanto, analisar o processo de evolução da concessão de crédito agrícola, com ênfase na sofisticação promovida pelos novos títulos disponibilizados no mercado de crédito privado, bem como a recepção dos novos títulos no âmbito do mercado financeiro e de capitais.

1.1 OBJETIVOS DA PESQUISA

1.1.1 Objetivo Geral

Analisar a evolução do processo de concessão de crédito agrícola, enfatizando as oportunidades de financiamento possibilitadas pelo intermédio de recursos privados.

1.1.2 Objetivos Específicos

Descrever e discutir os produtos bancários e do mercado de capitais, representados especificamente neste trabalho pelas CPRs, LCAs, CDA-WAs, CDCAs e CRAs, que surgiram

no âmbito das necessidades do setor agro, como métodos de obtenção e captação de recursos por empresas e/ou produtores rurais.

1.2 JUSTIFICATIVA

A política de crédito rural aplicada no Brasil na década de 60 foi um marco importante para a consolidação do setor agrícola em uma posição de liderança frente ao comércio internacional, dado o investimento direcionado para ferramentas de produtividade da atividade do campo, especialmente no âmbito da modernização, como a utilização de tecnologias e maquinários avançados, que impulsionaram o destaque do país no crescimento global do setor.

A continuidade do desenvolvimento do agronegócio, assim como dos demais âmbitos da economia, é propulsionada pelo investimento, especialmente pulverizado, que, no caso do agronegócio, estava concentrado nos títulos públicos. Em razão disso, novas alternativas de fontes privadas surgiram para sustentar a ascendência do setor.

A diversificação das oportunidades de financiamento privado do setor agrícola, especificamente no tangível ao acesso dos tomadores ao mercado de capitais por emissões dos títulos do agronegócio, são pouco exploradas em pesquisas e, além de existir uma assimetria de informações sobre as alternativas, a falta de formalização torna os potenciais emissores ou devedores das ofertas receosos na realização das capitalizações no mercado de balcão. Além disso, a baixa familiaridade com os títulos do agronegócio, pode tornar os investidores menos propensos à tomada de risco sobre os investimentos.

A escolha da pesquisa justifica-se pela importância de ampliar o conhecimento do setor e das oportunidades, pouco exploradas, de capitalização pelas companhias, e de investimento pelos investidores, descrevendo os títulos do agronegócio que configuram como potenciais a serem explorados pelo setor, por meio das CPRs, LCAs, CDA-WAs, CDCAs e CRAs, instrumentos recentes e inovadores no mercado de capitais local.

2 PERCURSO METODOLÓGICO DA PESQUISA

A abordagem metodológica que delinea o desenvolvimento deste trabalho é a pesquisa bibliográfica e documental para a consolidação do estudo, sendo ambas similares no uso do documento como objeto de investigação. A adoção da técnica mista é importante para que a pesquisa seja aplicada em um viés mais amplo, permitindo uma complementação entre os dados mensuráveis e subjetivos (GÜNTHER, 2006).

As duas tipologias de pesquisa se diferenciam pela estrutura das fontes em que cada uma é fundamentada. Enquanto na pesquisa de caráter bibliográfico é utilizado o respaldo de diversos agentes na contribuição da temática investigada, a pesquisa documental é sustentada por dados que, até então, não transitaram por um processo analítico (GIL, 2008) - como arquivos públicos e/ou particulares, fontes estatísticas e/ou fontes não escritas (PRODANOV e FREITAS, 2013) - ou que já sofreram tratamento analítico, muitas vezes não expressado publicamente, como relatórios de pesquisa e/ou de empresas, dados estatísticos e/ou outros (GIL, 2008).

Prodanov e Freitas (2013) descrevem a pesquisa bibliográfica como um estudo apoiado em um conjunto de materiais publicados, tais como dissertações, teses, monografias, artigos, revistas, livros, boletins, periódicos e/ou quaisquer outras publicações de caráter acadêmico ou informativo, disponibilizadas fisicamente ou em plataformas digitais, que possibilitam o contato direto do pesquisador com fontes elucidadas sobre o objeto do estudo pretendido. A metodologia de caráter bibliográfico configura como elementar para as pesquisas de todas as áreas do conhecimento, conforme explorado por Alyrio (2009):

A pesquisa bibliográfica [...]. É utilizada como ponto de partida para todos os tipos de pesquisa, facilitando a investigação através do estudo do conhecimento armazenado tradicionalmente em livros e documentos. Devemos considerar também o avanço da tecnologia da informação por meio dos arquivos eletrônicos, e mesmo do desenvolvimento da Internet, como facilitadores para a agilidade da investigação e novas descobertas em todas as áreas do saber.

A pesquisa bibliográfica, apesar de fundamentada sob o viés teórico decorrente de outros autores, não consiste em uma replicação de um trabalho já realizado, mas é uma via de acesso de novas perspectivas e recortes de temas que foram trabalhados previamente, resultando em diferentes conclusões (LAKATOS e MARCONI, 2003). Desse modo, as obras de domínio científico sobre o assunto são a base teórica das pesquisas bibliográficas que permeiam o mesmo tema pesquisado, de modo a contribuir com a investigação do recorte proposto.

A pesquisa documental, por outro lado, é firmada pela reunião de fontes de informações dispersas, conferindo-as como importantes ferramentas de consulta (PRODANOV

e FREITAS, 2013). De acordo com Gil (2008), essas fontes podem ser classificadas por documentos de primeira mão ou de segunda mão. As fontes de primeira mão são as que não obtiveram tratamento analítico prévio, tais como documentos de caráter oficial, matérias de jornal, contratos, cartas, entre outros. Já as fontes de segunda mão são qualificadas como documentos que foram analisados, como relatórios de empresas e/ou pesquisas, tabelas estatísticas e outros.

Nessa tipologia de pesquisa os documentos que elucidam o estudo coletam informações que complementam a interpretação sobre o tema e favorecem a compreensão e a riqueza de informações do contexto histórico, cultural e social que o estudo está situado (SÁ-SILVA, ALMEIDA e GUINDANI, 2009).

Os materiais que compõem a abordagem documental devem ser analisados sem a presença de qualquer intervenção do pesquisador (GAUTHIER, 1984), ainda mantendo uma análise mais crítica e cuidadosa, dado que alguns documentos não obtiveram um tratamento analítico prévio (OLIVEIRA, 2007).

Postas as características discutidas sobre as pesquisas bibliográficas e documentais, percebe-se que ambas se complementam. Ao passo em que temos a pesquisa bibliográfica caracterizando o contexto histórico por um respaldo científico, utilizamos a pesquisa documental para a obtenção de dados que são tabulados pelo autor para *posteriori* interpretação, que é desenvolvida com base no conhecimento científico obtido com a pesquisa bibliográfica.

A escolha dos dois métodos é justificada pela construção do recorte ser amparada exclusivamente por documentos, demonstrando a coleta de dados secundários, sem o intermédio de investigação de campo para a análise do objeto de estudo.

Adicionalmente, as tipologias bibliográficas e documentais permitem o caráter descritivo e exploratório da pesquisa, que favorece a investigação da dinâmica do tema, representando pelo mercado de crédito agrícola, de um modo mais aprofundado, abrangendo o contexto histórico do tema e a coleta de dados secundários que, ao longo do trabalho, serão analisados e transformados em informações que melhor caracterizem o recorte da pesquisa.

Nessa perspectiva, será realizada uma revisão bibliográfica do mercado de crédito agrícola no Brasil, para contextualizar os acontecimentos históricos do tema e, tendo em vista os CRAs, CDCAs, LCAs, CPRs e CDA-WAs como os produtos escolhidos como objetos da pesquisa, as características dos títulos que delimitam o tema, serão embasadas em informações documentais havendo a coleta de dados, incluindo, mas não se limitando, a relatórios dos agentes do mercado financeiro e do agronegócio, como a ANBIMA, CVM, B3, IBGE e Ministério da Agricultura.

3 O FINANCIAMENTO DA ATIVIDADE AGROPECUÁRIA DO PAÍS

No Brasil, desde o final do século XIX, houve uma mobilização social para a implementação de uma política agrícola visando principalmente a elaboração de mecanismos de financiamento, para o fortalecimento do setor no país. Tentativas sem sucesso foram realizadas à princípio, como o sistema de Caixas Raiffersen, medida adotada pelo Governo, em linha com o cooperativismo de crédito instaurado na Europa. Contudo, na prática, observou-se a baixa oferta de crédito e ineficácia do sistema no Brasil. (COELHO, 2001).

Apenas em 1906, com a instauração do Convênio de Taubaté, pelos governadores dos estados de São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro, o cenário de concessão de crédito agrícola obteve um passo inicial, motivado pela queda de rentabilidade do café, principal produto exportado pelo Brasil. Houve o estabelecimento de uma política estatal de valorização do produto, para garantir a compra a longo prazo dos excedentes do café. (COELHO, 2001).

Nessa perspectiva, o modelo adotado foi a definição de preços mínimos para o café, e a utilização de uma caixa de conversão, isto é, um sistema que garantia o fomento do mercado cafeeiro do Brasil, por intermédio de empréstimos estrangeiros direcionados ao Governo Federal, para a compra das sobras de produção do café. (MENDONÇA, 2008).

No ano de 1931, com o sucesso das operações de valorização do café, o Governo Federal assumiu a responsabilidade da política cafeeira, transferida pelo Governo Provisório, medida que, segundo Coelho (2001), foi o primeiro movimento formal da prática de uma política agrícola a nível nacional, com a implementação do Conselho Nacional do Café (“CNC”), com o objetivo de controlar o mercado cafeeiro.

3.1 PRIMEIRA FASE - A AGRICULTURA PRIMITIVA

3.1.1 A Política do Café

A criação do Conselho Nacional do Café, é considerada por Coelho (2001), como a primeira etapa da evolução da política agrícola no Brasil. O Conselho foi criado com a atribuição de diminuir a superprodução de café que ocorria no período, com o objetivo de equilibrar a oferta e demanda em nível mundial, administrando a produção das sacas de café por todo o país.

No entanto, o Conselho foi substituído 2 (dois) anos depois, pelo Departamento Nacional do Café (“DNC”), caracterizado por uma política mais rígida de controle de oferta cafeeira, em que 40% (quarenta por cento) da produção seria adquirida pelo DNC, 30% (trinta por cento) direcionada a exportação e a porcentagem remanescente para estoque. Outro

estabelecimento do DNC foi a cobrança de uma taxa unitária sobre as exportações do café, para o pagamento dos empréstimos estrangeiros. A taxa foi uma das principais fontes de financiamento do Departamento. (Coelho, 2001).

Em 1937, houve uma reestruturação política de valorização cafeeira, com a estratégia de (i) destruição apenas das sacas de café de qualidade inferior, isto é, as mercadorias com alta chance de não serem vendidas; (ii) redução de 75% (setenta e cinco por cento) do imposto sobre as sacas exportadas; (iii) reajuste financeiro do DNC, com a (a) remissão das dívidas antigas junto ao Tesouro, (b) abertura de créditos originários da linha de empréstimo do Banco do Brasil (COELHO, 2001), (c) extinção do denominado “confisco cambial”, que consistia na compra de cambiais de exportação do café abaixo da cotação do mercado (SARETTA, 2003), e (d) cancelamento dos pagamentos da dívida externa (COELHO, 2001).

A nova política de valorização objetivava o crescimento das exportações físicas do café no Brasil, por intermédio da queda dos preços do café no mercado externo, bem como a negociação com outros países produtores, para que, na sequência, o Brasil passasse a vender o café em um preço em equivalência com a lei de oferta e demanda. (Coelho, 2001).

Os resultados obtidos no ano posterior (1938) foram observados no crescimento das exportações, em 38% (trinta e oito por cento), e a participação do Brasil no mercado internacional de café, que subiu de 48% (quarenta e oito por cento) em 1937, para 57,4% (cinquenta e sete e quarenta centésimos por cento). (COELHO, 2001).

Após 14 (quatorze) anos do programa de destruição de estoques de café, o Governo Federal encerrou a incineração das sacas. A política cafeeira passou a ser conduzida por 4 (quatro) mecanismos: (i) reestruturação do financiamento; (ii) compra dos excedentes da produção e administração dos estoques; (iii) negociações internacionais e (iv) controles de comercialização cafeeira.

No ano de 1952, como alternativa ao Departamento Nacional do Café, foi criado o Instituto Brasileiro do Café (“IBC”) pelo Governo Federal, com o objetivo de tornar a relação dos produtores brasileiros mais direta com os consumidores *targets* do mercado exterior, para que o número de exportações aumentasse.

3.1.2 A Política do Açúcar e Álcool

Além do café, o açúcar também era um produto de grande relevância até o início da década de setenta. Uma das primeiras providências tomadas para a valorização do setor açucareiro foi a Comissão de Defesa da Produção de Açúcar, criada pelo Governo em 1931, com o intuito de financiar a produção e equilibrar os preços do açúcar. Como primeira medida,

foi adotado o imposto de 3 (três) mil réis sobre cada saca de 60 (sessenta) quilogramas. (LYCURGO, 1952).

Em 1932, como forma de controlar a oferta e auxiliar a sustentação do preço do açúcar, o Governo estabeleceu um limite de produção açucareira nas usinas e o aumento da fabricação do álcool, permitido pelo fundo da Comissão de Defesa, que aplicou 2.400 contos de réis para o incentivo da produção alcooleira. (COELHO, 2001).

Um ano depois, em seguimento ao combate do excesso de oferta de açúcar, foi criado pelo Governo o Instituto do Açúcar e o Álcool (“IAA”), que desempenhou uma fundamental mudança na transformação do álcool como principal componente da matriz energética brasileira.

Uma das principais atribuições do IAA foi o impulso na fabricação de usinas para o fomento da indústria alcooleira, tornando-se posteriormente o órgão da política do açúcar no Brasil, bem como o DNC na política do café.

O Instituto, que permaneceu vigente até 1990, resultou na evolução do açúcar no mercado nacional e internacional, por intermédio da quantidade de produto originado e volume exportado, sendo a receita realizada em 1965 equivalente ao gerado pelo mercado do café no mesmo período.

3.1.3 A política dos grãos

O Governo dos Estados Unidos, em tempos de política do *New Deal*, fomentou a recuperação do poder de compra do setor da agricultura em paridade com o setor urbano do país. Adicionalmente, o governo americano adotou demais programas e medidas para o controle das atividades agrícolas do país e incentivo à produção por produtores rurais, protegendo os preços dos produtos e, ao mesmo passo, garantindo a renda dos produtores.

No Brasil, em decorrência da atuação estadunidense no setor agrícola, o Governo brasileiro instituiu o início de uma política de grãos para o incremento no mercado da agricultura do país. Criou-se, portanto, a Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil (“CREAI”) em 1937, instituição que marcou o início da trajetória do crédito agrícola brasileiro, proporcionando a captação de recursos para os setores rurais e da indústria, modalidade já requisitada previamente pelos agricultores e industriais.

A CREAI foi estabelecida em linha com o *Farm Credit System* (“FCS”), rede de instituições de crédito instaurada nos Estados Unidos, com a finalidade de fornecer empréstimos às atividades atreladas a agricultores, pecuaristas, proprietários rurais e cooperativas. O formato, no entanto, se diferenciava no ponto focal de cada instituição.

Enquanto a FCS se moldava para aumentar a privatização da captação dos recursos, o Brasil seguia expandindo o papel do Estado no sistema, por ainda não existir um mercado de capitais brasileiro. (COELHO, 2001).

O mecanismo da CREA, ao decorrer de suas atividades de concessão de crédito, atuou com maior destinação de empréstimos ao setor da agricultura e pecuária, conforme dados levantados pelo Banco do Brasil, de 1938 a 1969. Apesar da atenção maior no fomento das atividades da agricultura e pecuária, é importante ressaltar que a concessão de crédito era estabelecida para as atividades agrícolas mais alinhadas aos interesses nacionais que, no momento, eram limitados para a produção de café, cana de açúcar e o desenvolvimento da pecuária (REDIVO, 2018).

A política macroeconômica do país, no entanto, além de fixar preços abaixo do mercado aos grãos – como arroz, milho, feijão, algodão, amendoim e farinha de mandioca, sem incentivar a comercialização, também não fornecia recursos suficientes para as atividades de produção dos grãos, ainda realizadas de forma incipiente e com baixo abastecimento dos centros urbanos (Coelho, 2001), destacando a preocupação do setor com o a baixa diversificação da estrutura produtiva nacional do setor (REDIVO, 2018).

A primeira fase da evolução do mercado de crédito agrícola foi marcada pela dependência e fomento das atividades cafeeiras, baixa diversificação da agricultura e uma posterior crise de abastecimento de alimentos, que motivou a reformulação da política agrícola vigente. (COELHO, 2001).

3.2 SEGUNDA FASE – A MODERNIZAÇÃO DA AGRICULTURA

O início da década de 60 experimentava um momento de debilitação para o Estado e para as políticas comerciais e agrícolas. A crise do petróleo, marcada pelo aumento das taxas de inflação no Brasil, impactou a capacidade de importar e um conseqüente desabastecimento de produtos no país. Nesse aspecto, houve o início da estratégia da diversificação da agricultura, como um dos pilares da substituição de importações, isto é, o início da produção doméstica de produtos que antes eram comprados de outros países. (COELHO, 2001).

A agricultura passou a ser vista como potencial para a alavancagem e diversificação das exportações do Brasil, que passaria por um amplo processo de modernização e desempenho da produção agrícola. Uma das características foi o estímulo do fornecimento de produtos que, posteriormente, tornaram-se cruciais para a balança comercial do país, como o trigo, laranja, celulose, couro e frango.

Um dos mecanismos para o financiamento da modernização da agricultura era a reforma do crédito rural brasileiro, objetivado pelo SNCR, que se tornou o principal ativo da política agrícola, de modo a gerar novos instrumentos financeiros e agentes de intermediação, para operacionalizar a captação de recursos do setor. (COELHO, 2001).

A concentração inicial foi gerar instrumentos de curto prazo para o crédito de investimento, custeio da produção e comercialização. O investimento seria direcionado a adoção de tecnologias como a mecanização, correção do solo e irrigação, ao passo em que o custeio seria o mecanismo de compra de insumos modernos – fertilizantes e sementes, enquanto o crédito de comercialização atuaria na logística de transporte dos produtos. (COELHO, 2001).

3.2.1 Expansão da Produção de Grãos

O Governo estabeleceu uma política de estímulo à produção de grãos, como um dos passos para a implementação da estratégia de diversificação da agricultura, evidente durante os anos de 1965 e 1985. O processo traçado para impulsionar a produção compunha-se da ampliação da área plantada e aumento da produtividade. Isto posto, o período foi marcado por um crescimento de 123,8% na produção de grãos, com destaque para a soja, que até o início do período de expansão não dispunha de produção relevante. (COELHO, 2001).

O bioma cerrado, a partir da década de 70, se tornou uma peça-chave para o desenvolvimento da agricultura, pela sua característica intrínseca de possuir condições de solo e clima excepcionais para a produção de *commodities* agropecuários. Portanto, iniciou-se uma maior exploração da região para a disseminação da produção agropecuária, que ainda era de caráter rudimentar no bioma. (COELHO, 2001).

3.2.2 Empréstimos do Governo Federal

Os principais instrumentos de financiamento da agricultura, durante a década de 60 e 80, foram caracterizados pelos Empréstimos do Governo Federal (“EFG”) e pelas Aquisições do Governo Federal (“AGF”). O objetivo manifestado pelo Governo Federal com a criação do EFG era aumentar a vantagem dos produtores rurais nos períodos de colheita, por intermédio do aprovisionamento dos produtos em tempos de Safra e Entressafra, e diminuir as variações sazonais dos preços. Dessa maneira, cerca de 90% dos financiamentos da comercialização do setor agrícola eram representados pelo EGF. (COELHO, 2001). Pode-se afirmar que essas medidas tencionavam para a evolução da alocação de recursos do setor agro.

Para o subsídio da expansão da fronteira agrícola e da modernização da agricultura no cerrado, o Governo construiu programas especiais de crédito – sendo os principais o Programa Polocentro e o Programa de Cooperação Nipo-Brasileiro para o Desenvolvimento dos Cerrados

(“Prodecer”), possibilitando a construção de estradas para o acesso à região, ainda isolada das demais, pela restrição de vias rurais e linhas ferroviárias. Com a implementação das melhorias de acesso, a agricultura comercial da região em área plantada cresceu (i) 774% no centro-oeste e (ii) 120% nas regiões sul e sudeste, aumentando também o índice de produtividade. (COELHO, 2001).

O Polocentro, criado para subvencionar os grandes e médios produtores, era formado por condições de mercado oportunas para o período, perfazendo um prazo de até 12 anos nos créditos de investimento, sob uma carência de até 6 anos, e taxas de juros variando entre 0% a 14%. O programa, por meio do investimento à EMBRAPA, contava com o fomento à pesquisa agrônômica e ao avanço das novas tecnologias para os Cerrados. (COELHO, 2001).

O outro programa importante foi o Prodecer, originado pela Agência Japonesa de Cooperação Internacional (JICA), que consistia na disponibilização de recursos públicos e privados para promover o desenvolvimento agrícola dos Cerrados. O programa se dedicava, principalmente, à agricultura familiar e preservação do meio ambiente. (COELHO, 2001).

Nesse ínterim, o Governo Federal criou o Programa de Garantia da Atividade Agropecuária (“Proagro”), instituído pela Lei nº 5.969, de 11 de dezembro de 1973, com o intuito de garantir o pagamento de financiamentos rurais aos pequenos e médios produtores em caso de receita reduzida na lavoura em razão de causalidades externas, como a seca, chuva excessiva, variação de temperatura, ventos fortes ou frios e/ou a infestação de pragas ou doenças na lavoura. O programa é administrado pelo Banco Central do Brasil (“Bacen”), responsável pelo pagamento das indenizações de recursos próprios em caso de perdas previstas nas instruções do programa. (BACEN, 2022).

3.3 FASE DE TRANSIÇÃO DA AGRICULTURA

A metade da década de 80 sustentou o início da terceira fase da política agrícola no Brasil, que objetivava, principalmente, a modernização dos objetos de apoio à agricultura. O que se observava no período era a queda dos recursos do Tesouro, que chegaram a representar em 1985, 92% de todo o crédito rural disponibilizado no Brasil que, no ano posterior, a participação cairia para 58%. (COELHO, 2001). Observava-se uma redução da importância do Tesouro como fonte de financiamento agropecuário.

A situação do período estava marcada por uma crise econômica mundial, pressão inflacionária e, conseqüente interrupção do fluxo de concessão de crédito agrícola pela poupança externa (NÓBREGA, 1985).

A redução dos recursos providos pelo Governo passou a ser gradual. As principais medidas aplicadas consistiam na (i) elevação das taxas de juros; e (ii) diminuição do volume de crédito concedido, adotando limites de crédito para financiamento (DEFANTE, MONTOYA, VELOSO e COSTA, 1999). Essas medidas viabilizaram a criação de arranjos alternativos de financiamento privado.








O governo passou a atuar de forma seletiva no âmbito do crédito agrícola, com a redução dos volumes originados do Tesouro Nacional, O processo de reestruturação dos instrumentos direcionados ao financiamento da agricultura começou a operar. Desse modo, os recursos públicos destinados ao setor agro estavam destacados principalmente na poupança rural e pelo subsídio por meio do BNDES – que requisitava em 1996 uma taxa fixa de 16% ao ano para o crédito destinado a insumos agrícolas. (COELHO, 2001).

4 O SISTEMA PRIVADO DE FINANCIAMENTO DO AGRONEGÓCIO

No final da década de 90 e início de 2000, houve o início da pulverização da concessão de crédito agrícola – por meio de títulos privados - iniciada pela Lei nº 8.929, instituída em 22 de agosto de 1994 (“Lei nº 8.929”), que criou a CPR, conforme modalidade implementada pela Lei nº 10.200, de 14 de fevereiro de 2001 (“Lei 10.200”) e, em continuidade, pela Lei nº 11.076, em dezembro de 2004, responsável por lançar os novos títulos direcionados ao agronegócio, correspondidos pelos: CDA-WA, LCA, CDCA e CRA (ALMEIDA, 2008) (“Lei nº 11.076”).

O objetivo era estimular o crédito privado, tendo em vista as limitações das entidades públicas para cobrir toda a necessidade de financiamento dos produtores rurais e/ou demais agentes da cadeia agroindustrial. Os novos títulos instituídos, conforme o cronograma disposto na figura 3, demonstraram o avanço dos contratos firmados para o acesso da agricultura a bolsos privados e, conseqüentemente, ao mercado de capitais, aumentando o dinamismo do agronegócio (GASQUES e VILLA VERDE, 1995).

Figura 1: Principais destaques do sistema privado de financiamento do agronegócio.

1994	2001	2004	2005	2008	2012	2016
						
CPR Física (Lei 8.929)	CPR Financeira (Lei 10.200)	Novos títulos: CDA/WA, CDCA, LCA, CRA (Lei 10.076)	Isenção de IR para PF (Lei 11.311)	Comunicado CVM: CRI e CRA	1ª Emissão CRA Pessoa Física - ICVM 400	Varição cambial CRA e CDCA (Lei 13.331)

Fonte: CNA Brasil et al (2018), adaptado pela autora.

4.1 O MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS

O mercado financeiro brasileiro, supervisionado pelo Banco Central do Brasil, consiste no ambiente de intermediação bancária que conecta os interesses dos agentes deficitários com os agentes superavitários, como evidenciado abaixo por Santos e Santos (2005), e ilustrado na Figura 3.

O mercado financeiro é uma entidade que permeia a economia e que reúne indivíduos ou empresas que se interessam em captar ou emprestar recursos financeiros por motivos e para fins diversos. Isto é, há de um lado um grupo de poupadores, aqueles cuja renda lhes permite satisfazer suas necessidades de consumo imediato e, ainda, reservar parte para aplicar no mercado. De outro, estão aqueles que necessitam de recursos adicionais para fazer frente a suas necessidades imediatas, sejam elas para consumo ou para investimentos produtivos. Há um terceiro grupo de participantes: os intermediários, instituições responsáveis por criar o mercado, isto é, reunir os diversos

tomadores e investidores e propiciar a realização de negócios, pelos quais auferem uma comissão. (SANTOS e SANTOS, 2005).



Os participantes do mercado financeiro são caracterizados pelos agentes deficitários, agentes superavitários e agentes intermediários. Os agentes deficitários ou tomadores, são pessoas físicas ou jurídicas carentes de recursos financeiros para o financiamento das suas atividades ordinárias e/ou específicas, enquanto os agentes superavitários, também conhecidos como poupadores ou emprestadores (SANTOS e SANTOS, 2005), compreendem as pessoas físicas ou jurídicas que têm capital acumulado para ceder aos deficitários, como forma de investimento (CNA Brasil *et al*, 2018).

Por outro lado, as instituições intermediárias, identificadas como o ponto central do processo de transação, realizam o fornecimento de recursos aos tomadores, sob o compromisso de devolução do valor com a incidência de juros, captados com os que têm recursos em excesso, os quais recebem rendimentos futuros pelo empréstimo do dinheiro (Santos e Santos, 2005, *apud* Naik, 2001).

Nesse mecanismo de transação, o objeto que possibilita o fluxo financeiro entre os tomadores e os poupadores é caracterizado pelo produto financeiro – que pode ser representado pelos títulos de crédito, ações, fundos de investimento e outros. Os produtos financeiros são negociados entre os tipos de mercado que compõem o sistema financeiro, como o (i) mercado monetário, (ii) mercado de câmbio, (iii) mercado de crédito e (iv) mercado de capitais (BCB, 2022), sendo este, um fomentador recente na evolução do agronegócio.

O mercado de capitais, também chamado de mercado de valores mobiliários, é um dos ambientes que constitui o mercado financeiro. Nele, há a captação de recursos por parte de empresas, que emitem diferentes modalidades de produtos, perante investidores interessados, sem a necessidade de uma instituição financeira atuando como agente intermediário, (CNA Brasil *et al*, 2018), limitando-se ao papel apenas de coordenar e estruturar o processo.

Desse modo, o mercado de capitais demonstra um sistema de distribuição de produtos financeiros, com preços estabelecidos em um ambiente competitivo de mercado, cujo propósito é pautado em viabilizar a capitalização das empresas e fornecer liquidez aos títulos emitidos por elas. Devido a isso, o ambiente é dividido em uma frente primária, que é onde se concentra a emissão dos produtos diante dos investidores institucionais (*Assets*, Fundos de Investimento, *Family Officers*, *Privates*, entre outros), marcando o início da oferta, e uma secundária, que permite a renegociação dos títulos emitidos no mercado primário, entre o público investidor em geral, com o papel de gerar liquidez às emissões primárias (REDIVO, 2018).

Ademais, no caso de não existir condições favoráveis para as companhias tomadoras de recursos no mercado de capitais – pela baixa demanda dos investidores, por exemplo - as instituições responsáveis pela estruturação das ofertas podem utilizar o mercado de crédito como alternativa ao mercado de capitais, utilizando recursos próprios para alocar os títulos na carteira e cobrando preços controlados pelas instituições para o financiamento dos tomadores (REDIVO, 2018).

4.2 TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS

Os produtos negociados no mercado de capitais brasileiro, também aplicáveis ao mercado de crédito, podem ser classificados como títulos e valores mobiliários ou papéis - instrumentos emitidos por empresas no mercado primário e transacionados no mercado secundário. Sendo certo de que as empresas que recorrem aos produtos do mercado financeiro buscam o subsídio das suas atividades produtivas.

Esses títulos são documentos firmados pelas empresas emissoras, formalizando a obrigação de pagamento da dívida perante os investidores dos papéis, conforme previsto na documentação (PICCINI, 2017) e, devem ser regulamentados, conforme aplicável, pela Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada (“ICVM 400”), ou pela Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada¹ (“ICVM 476”). O processo burocrático dos documentos proporciona maior segurança jurídica no que tange ao investimento no agronegócio do país (SILVA, 2006).

¹ A partir de 02 de janeiro de 2023 entrará em vigor a Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022, nova regulamentação aplicável das ofertas públicas de distribuições primárias e secundárias, que revoga a ICVM 400 e ICVM 476, além da CVM nº 471, de 08 de agosto de 2008, CVM nº 530, de 22 de novembro de 2012, e as Deliberações CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005, CVM nº 533 de 29 de janeiro de 2008, CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019, CVM nº 818, de 30 de abril de 2019 e CVM nº 850, de 07 de abril de 2020 (CVM, 2022).

4.3 OS TÍTULOS DO AGRONEGÓCIO

O financiamento do setor do agronegócio no âmbito privado, seja pelos instrumentos de crédito ou de mobilização de recursos do mercado, configura como um mecanismo de avanço em relação às fontes tradicionais de obtenção de capital oferecidas anteriormente ao setor (GASQUES e VILLA VERDE, 1995).

Para incentivar a atividade da cadeia agroindustrial, foram desenvolvidos instrumentos específicos para aproximar o agronegócio do mercado financeiro e de capitais (BURANELLO, 2015). Esses instrumentos podem ser utilizados para o desenvolvimento e melhor funcionamento da atividade comercial do agronegócio, a necessidade de financiamento é comumente destacada pelos investimentos em:

- Produção e comercialização;
- Tecnologia e inovação;
- Máquinas e equipamentos; e
- Mão de obra.

Os títulos que caracterizam os novos instrumentos financeiros são denominados, segundo Bacha, pelo 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). Produtos que, desde o momento da oficialização, já representavam altas expectativas para o setor do agronegócio brasileiro, como é observado por Silva (2006):

Estes títulos vão proporcionar uma nova configuração para o agronegócio brasileiro: os investidores institucionais privados poderão investir no setor através da compra dos títulos o produtor rural e suas cooperativas terão outra opção de acesso ao crédito rural os agentes do agronegócio, que financiam e disponibilizam crédito ao produtor rural, poderão captar mais recursos para as suas operações no mercado financeiro e de capitais com a negociação de seus respectivos direitos creditórios do agronegócio; e aliviarão os cofres públicos que atualmente não possuem capital suficiente para atender toda a demanda por este crédito. O Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento – MAPA espera que haja uma expansão significativa da capacidade de financiamento agrícola por bancos e empresas.

As oportunidades advindas dos títulos de crédito do agronegócio abrangem diversos *players* envolvidos, principalmente: os (i) produtores rurais, cooperativas ou demais empresas do setor, que conseguem captar recursos necessários para o financiamento das atividades

produtivas; e os (ii) investidores, pela disponibilização de recursos em prol de retorno financeiro e, conseqüentemente, a pulverização da carteira de investimentos.

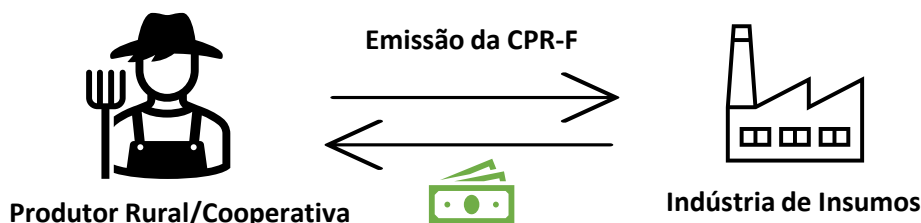
4.3.1 Cédula de Produto Rural (CPR)

A criação da CPR marcou o início do financiamento do agronegócio mediante recursos privados, regulamentada pela Lei nº 8.929, que originou a CPR física e, posteriormente, alterada pela Lei 10.200, de 14 de fevereiro de 2001, estabelecendo a modalidade da CPR-Financeira, sendo ambas atribuídas para garantir a liquidez do emissor e, ainda fornecer um seguro de preços dos produtos (COELHO, 2001).

A CPR consiste em um título de crédito líquido e certo, emitido especificamente por produtores rurais, suas associações ou cooperativas (“Emissores das CPRs”). O título formaliza a promessa de entrega de mercadorias rurais ou montantes financeiros de tais mercadorias, produzidas pelos Emissores das CPRs, em uma data previamente acordada entre as partes. (GASQUES e VILLA VERDE, 1995).

Importante mencionar que, há uma segmentação entre as CPRs, com a possibilidade de serem físicas ou financeiras. Na modalidade física do título (conforme ilustrado na figura 3) o objeto negociado é o produto rural expresso na quantidade e qualidade prevista no contrato – como (i) sacas de soja; (ii) sacas de milho; (iii) algodão; (iv) madeira ou; (v) outro produto passível de qualificação rural – havendo a promessa da sua entrega em uma data e local estabelecidos no documento. Enquanto na modalidade financeira, a negociação ocorre sobre a quantidade do produto rural multiplicada sobre o preço ou índice de preço atribuído para cada unidade de título e devida na data de vencimento do título. (CNA Brasil *et al*, 2018).

Figura 3: Fluxo de Emissão da CPR-F



Fonte: Elaborado pela Autora (2022).

Para que haja a emissão do título, é necessária a (i) solicitação por parte do produtor rural a uma cooperativa ou outra companhia do setor agro, sob a promessa de entrega da produção futura como pagamento; na sequência há o (ii) pagamento antecipado da produção

pela empresa; e (iii) a circulação das CPRs para a negociação no mercado de balcão (SILVA, 2006).

Em 7 de abril de 2020 foi publicada a lei nº 13.986, que estabeleceu a necessidade de registro e liquidação das CPRs, físicas e financeiras, em entidades autorizadas pelo BACEN – como a B3 – sob pena de não se tornarem válidas e exequíveis, caso sejam no valor superior a (i) R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), emitida até o final de 2021; (ii) R\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais), emitida no ano de 2022; e (iii) R\$50.000,00 (cinquenta mil reais) no ano de 2023. (B3, 2022). Essa requisição confere maior segurança aos credores do título (ALMEIDA e ZYLBERSZTAJN, 2012).

Diferente do crédito oficial, a emissão de ambas as modalidades de CPRs podem ser realizadas em todas as fases de plantio e colheita dos produtos agropecuários, cabendo ao produtor rural a negociação com bancos, investidores ou agroindústrias para o estabelecimento do título (BACHA e SILVA, 2005). Dessa forma, a CPR permite ao produtor o financiamento das suas atividades antes do período de plantio. Essa modalidade de título, como é comentado por Silva (2006), auxiliou os programas oficiais quanto à exigência de menos recursos levantados para o crédito rural.

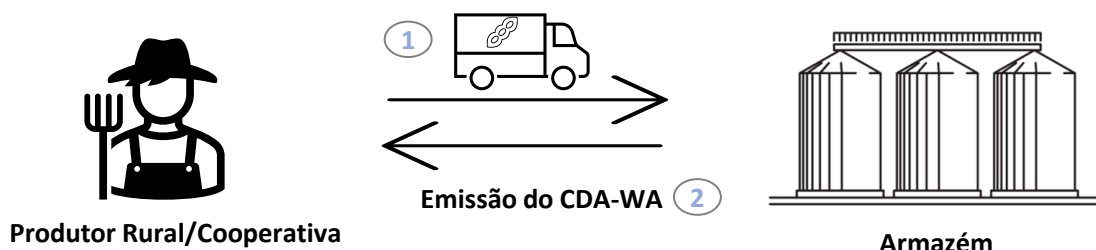
4.3.2 Certificado de Depósito Agropecuário e Warrant Agropecuário (CDA-WA)

O CDA-WA, oriundo da base legal nº 11.076, compõe títulos que são emitidos em conjunto, representados pelo Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e o Warrant Agropecuário (WA). Enquanto o CDA consiste em produto que, assim como as CPRs físicas, compreende uma promessa de entrega de uma mercadoria agropecuária, o WA representa o direito de penhor da mercadoria refletida no CDA. (CNA Brasil, 2018).

Ambos os produtos são emitidos por armazéns agropecuários oficiais ou com certificação do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento, por intermédio de solicitação do depositante. Esses armazéns são locais destinados a guarda e conservação de mercadorias, as quais são entregues por depositantes. O depositante pode solicitar aos armazéns a emissão dos dois títulos, que representam a propriedade sobre as mercadorias, sem a necessidade de transportá-los fisicamente, apenas endossar os títulos, reduzindo os custos de transação.

O Warrant é uma garantia sobre os bens depositados. Enquanto o CDA representa a propriedade sobre essas mercadorias. O fluxo, conforme representado na Figura 4, é constituído pelo depósito da mercadoria no armazém, por parte do produtor ou outro depositante, que, em seguida solicitam e viabilizam a emissão do CDA-WA pelo armazém.

Figura 4: Fluxo de Emissão do CDA-WA



Fonte: Elaborado pela Autora (2022).

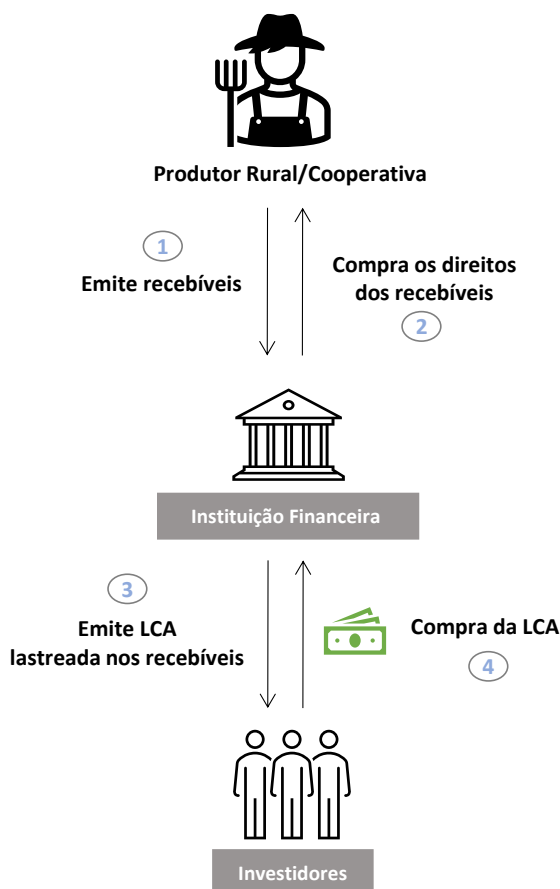
Os títulos são registrados em sistemas oficiais de liquidação financeira de ativos e a negociação no mercado de balcão não conta com incidência de (i) Imposto Sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro ou Relativas a Títulos ou Valores Mobiliários (IOF); e (ii) Imposto sobre Circulação de Mercadorias (ICMS), até a execução da transferência do CDA.

A permissão da retirada do produto negociado no armazém, é dada pela baixa do registro do CDA, que é efetuada apenas se (i) o Certificado de Depósito Agropecuário e o *Warrant* Agropecuário estiverem em nome do mesmo credor ou o credor realizar a confirmação do recebimento do valor do principal acrescido de juros até a data do vencimento.

4.3.3 Letra de Crédito do Agronegócio (LCA)

O Guia dos Títulos do Agronegócio (2018), classifica a Letra de Crédito do Agronegócio como um “título nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, de emissão exclusiva de instituições financeiras públicas e privadas”. A LCA é um instrumento financeiro emitido por bancos ou cooperativas de crédito para a ampliação da captação de recursos, lastreados em títulos representativos de direitos creditórios de recebíveis (como ilustrado na Figura 5) oriundos de negócios agropecuários – como uma CPR-Financeira ou *CDA-WA*, entre outros títulos. (CNA Brasil *et al*, 2018; SILVA, 2006).

Figura 5: Fluxo de Emissão de LCA



Fonte: Elaborado pela Autora (2022).

O produtor rural, cooperativa ou demais empresas do setor agro realizam a (1) emissão de títulos de direitos creditórios de recebíveis para viabilizar o financiamento bancário – (2) de modo a vender os títulos para a compra das instituições financeiras; (3) Os bancos realizam a emissão de uma Letra de Crédito do Agronegócio, representativas da reunião dos direitos creditórios adquiridos, para que possam obter o retorno do capital investido e realizar novos negócios financeiros, sem que haja a manutenção dos títulos na carteira até o vencimento; (4) A LCA é vendida no mercado financeiro para investidores interessados, com o risco do banco emissor.

Importante mencionar que, a Letra de Crédito do Agronegócio fornece dois benefícios aos investidores, por (i) ter a proteção do Fundo Garantidor de Créditos (“FGC”)², entidade privada vinculada a um mecanismo de proteção, que garante um total de R\$ 250.000,00

² O FGC foi instituído pela Resolução do BCB 4.222 de 2013 e é uma entidade privada, sem fins lucrativos, que administra um mecanismo de proteção aos correntistas, poupadores e investidores, que permite recuperar os depósitos ou créditos mantidos em instituição financeira, até determinado valor, em caso de intervenção, de liquidação ou de falência.

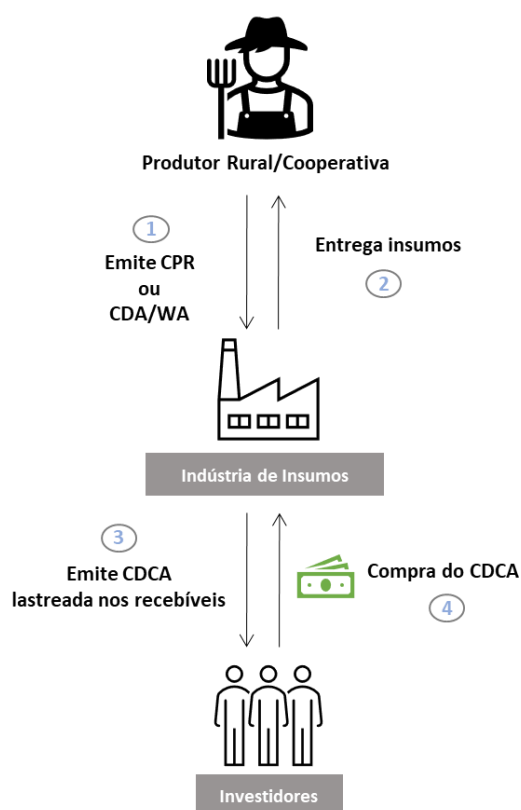
(duzentos e cinquenta mil reais) de créditos para cada pessoa contra uma instituição financeira; e (ii) os rendimentos dos investidores pessoa física do título contarem com a isenção de imposto de renda (CNA Brasil *et al*, 2018; SILVA, 2006).

4.3.4 Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA)

Os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio configuram títulos de crédito nominativo, de livre negociação, vinculados a recebíveis de titularidade do emissor, decorrentes de contratos firmados entre os produtores rurais, cooperativas e/ou empresas atreladas a atividades de industrialização de produtos, insumos agropecuários ou demais equipamentos utilizados nas atividades do agronegócio, e os seus clientes. (BURANELLO, 2015; BM&FBOVESPA, 2015).

Conforme regulamentado na legislação 11.076, a emissão do CDCA é exclusiva de produtores rurais ou demais companhias do setor e, deve estar lastreado em títulos do agronegócio, tais como CPR, CDA/WA, entre outros – cujos direitos creditórios estejam custodiados por uma instituição financeira – os quais precisam de registro em sistemas autorizados pelo Bacen quanto à liquidação financeira da emissão - realizada em linha com o fluxo disposto na Figura 6.

Figura 6: Fluxo de Emissão de CDCA



Fonte: Elaborado pela Autora (2022).

Segundo Schedenffeldt *et al* (2021), o fluxograma operacional da emissão de CDCA pode ser representado pelos itens discriminados abaixo:

1. O produtor rural ou cooperativa, com o objetivo de financiar as suas atividades do agronegócio, realiza a emissão de uma CPR junto a uma empresa de insumos, sob o pretexto de entrega futura de pagamento;
2. A empresa demandante da produção do produtor rural ou cooperativa, disponibiliza recursos ele, e passa a ser detentora da CPR;
3. Para que a empresa não precise manter as CPRs firmadas até o vencimento, há a emissão do CDCA, lastreado nos recebíveis cumulativos das Cédulas de Produtor Rural, para a disponibilização no mercado de capitais a potenciais investidores;
4. Os investidores subscrevem e integralizam o título e, desse modo, a empresa obtém os recursos oriundos do pagamento dos investidores para a realização de novas negociações.

Silva (2006) aponta algumas vantagens possibilitadas aos investidores e aos emissores do CDCA. O investidor pessoa física do título, é passível de isenção (i) do Imposto de Renda (IR); e do (ii) Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF). Por outro lado, a empresa conta com os benefícios de acessar o mercado de capitais, isto é, obter diferentes linhas de crédito, além da possibilidade de melhoria do fluxo de caixa e índices financeiros.

Além disso, a emissão do CDCA pode contar com garantias constituídas em favor dos credores do título, como o aval e/ou fiança de outras empresas ou de pessoas físicas, consideradas garantias fidejussórias, além de garantias reais, como penhor, cessão de recebíveis, entre outras. A constituição das garantias deve estar devidamente formalizada e constituídas nos documentos que regem o título. (BM&FBOVESPA, 2015).

4.3.5 Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA)

O Art. 2º da Instrução da CVM nº 600, de 01 de agosto de 2018, conforme alterada (“ICVM 600”), responsável por regulamentar o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio, denomina o CRA como um “título de crédito nominativo, escritural, de livre negociação e representativo de promessa de pagamento em dinheiro, sendo a emissão do título exclusiva das companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio”.

O CRA é um instrumento financeiro de caráter nominativo – havendo a necessidade de registro dos investidores e das transações de recursos no livro de registros da companhia – e escritural – com a necessidade de ser registrado e mantido sob custódia de um sistema oficial

de registro e liquidação financeira de ativos, autorizado pelo Bacen, representado pela B3 – Brasil, Bolsa e Balcão.

Esse título obtém como lastro os direitos creditórios advindos no âmbito do agronegócio, que, como descrito na ICVM 600, podem ser oriundos de negócios entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, abrangendo financiamentos ou empréstimos relacionados à produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos, insumos agropecuários e/ou máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária (CVM, 2018).

Além disso, é possível utilizar os direitos creditórios adquiridos da atividade comercial entre distribuidores e/ou terceiros, desde que as vendas sejam comprovadamente destinadas aos produtores rurais, por meio de contratos ou títulos de crédito, conforme previsto na Instrução aplicável da CVM.

Diferente dos demais títulos do setor, o Certificado de Recebível do Agronegócio permite o acesso das empresas do agro ao mercado de capitais por intermédio do mecanismo de securitização de recebíveis, sendo o título somente emitido por companhias securitizadoras.

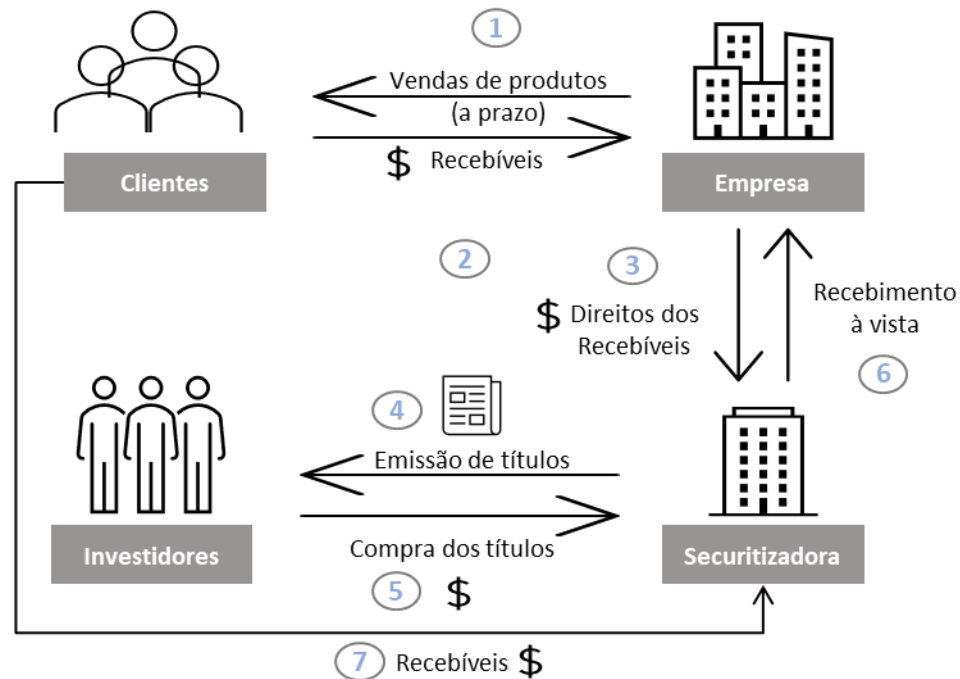
4.3.5.1 Securitização de Recebíveis

A securitização de recebíveis é um processo alternativo ao financiamento bancário, cujo objetivo se resume em antecipar os recebíveis da companhia originadora, transformando o fluxo de recebíveis dos direitos creditórios de uma empresa em títulos negociáveis. Essa estrutura é propiciada por uma companhia que atua como securitizadora dos direitos creditórios, responsável por subscrevê-los, quando cedidos pela companhia originadora e, posteriormente, lançá-los no mercado de capitais (ROCHA, 2017 *apud* CAMINHA, 2013), sob a assessoria e coordenação de uma instituição financeira.

Conforme a Lei nº 14.430, de 03 de agosto de 2022, que dispõe, de modo geral, sobre as regras de securitização de direitos creditórios e emissão de Certificados de Recebíveis:

“É considerada operação de securitização a aquisição de direitos creditórios para lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários perante investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam”.

Figura 7: Principais Passos do Processo de Securitização



Fonte: Adaptado pela autora (2022), com base na Vert Capital (2018)

A Figura 4 compreende os principais passos do processo de securitização do Fluxo de Recebíveis de uma empresa - complementado na Figura 5 – de acordo com a sequência retratada pela securitizadora financeira Vert Capital, em um recurso audiovisual publicado no Youtube (2018). O método, secundo a Vert, pode ser representado pelos itens ordenados abaixo:

1. A empresa comercializa produtos ou presta serviços, realizando a venda aos seus clientes, os quais realizam o pagamento a prazo;
2. A modalidade de pagamento oriundo da venda tenciona a um recebimento de recursos futuros, classificados como “Recebíveis” ou “Fluxo de Recebíveis”;
3. Dado a importância da liquidez dos ativos para a companhia, seja pela necessidade de capital de giro ou eventuais investimentos que a empresa objetiva realizar, há a busca por uma securitizadora, em prol de ceder o direito dos recebíveis;
4. Os direitos creditórios advindos dos recebíveis da companhia são transformados em títulos negociáveis, em que a securitizadora emite no mercado de capitais, para a captação junto a investidores interessados;
5. Os investidores realizam a compra dos títulos em uma data de liquidação financeira, sendo os recursos enviados para a conta da securitizadora;
6. A emissora, desse modo, realiza a transferência dos recursos oriundos da emissão para a conta da empresa;

7. Os clientes, que antes deviam à empresa o fluxo de pagamento a prazo, passam a realizar o pagamento dos recebíveis diretamente na conta da securitizadora.

No âmbito do CRA, o Fluxo de Recebíveis dos produtores rurais ou demais empresas que atuam no segmento do agronegócio (ou distribuidoras) - podem ser utilizados como lastro para a transformação em títulos à *posteriori*. Entende-se pelo Fluxo de Recebíveis, direitos creditórios de recebíveis futuros oriundos das transações da cadeia agroindustrial, entre produtores rurais, fornecedores de máquinas e equipamentos de finalidade agropecuária ou distribuidores de produtos agro, e os seus respectivos clientes (ROCHA, 2017, *apud* (BURANELLO, 2017).

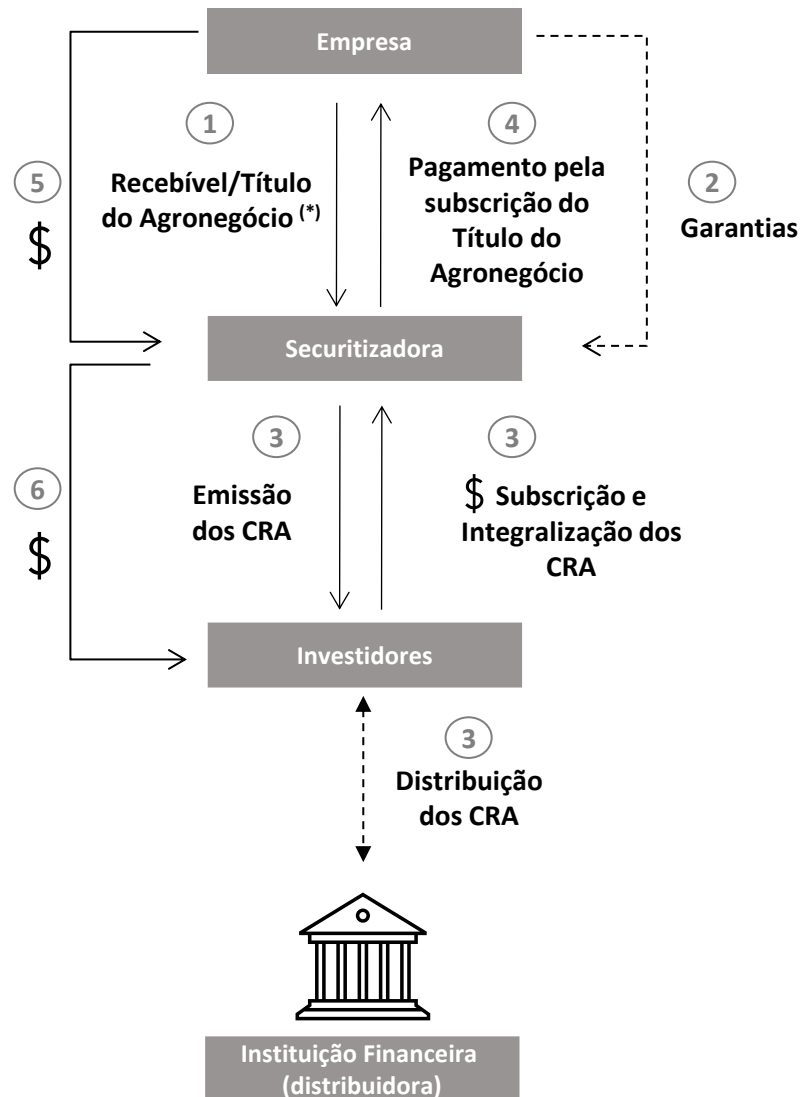
O Marco Legal da Securitização, instituído pela Lei nº 14.430, define as securitizadoras como “instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações que têm por finalidade realizar operações de securitização”.

Com o processo de securitização, ilustrado na Figura 4, a empresa securitizadora realiza o adiantamento das receitas futuras identificadas nas transações da companhia originadora, ao subscrever os direitos creditórios cedidos por ela, e efetuar a emissão de títulos no mercado de capitais, como os CRA, transferindo os riscos associados aos direitos creditórios do agronegócio aos investidores que alocarem a oferta.

Adicionalmente, a securitizadora também é responsável por monitorar, controlar, realizar o processamento dos ativos e dos compromissos atrelados à emissão, assim como a cobrança dos direitos creditórios aos clientes da empresa originadora. Todas as atribuições da companhia responsável pela securitização são dispostas no contrato que celebra a emissão, conhecido como Termo de Securitização.

4.3.5.2 Estrutura básica de emissão de Certificado de Recebível do Agronegócio – CRA:

Figura 8: Estrutura Básica de CRA.



Fonte: Adaptado pela autora (2022).

Alguns passos são necessários para a devida colocação dos CRAs no mercado, como:

1. A empresa cede os seus recebíveis e emite títulos – que podem ser representados por CPR-Financeira, Debêntures, Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Notas Comerciais, entre outros. Esses títulos são posteriormente subscritos pela empresa securitizadora;
2. Os títulos emitidos pela companhia podem ser vinculados a garantias, em benefício da Securitizadora, em prol de garantir o fluxo de pagamentos da operação;
3. A Securitizadora realiza a emissão dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio, que são lastreados nos títulos emitidos pela empresa originadora. Os CRA são distribuídos

no mercado a investidores, pelo acesso viabilizado por uma Instituição Financeira, responsável pela venda dos papéis;

4. Após a integralização dos papéis do CRA, a Securitizadora realiza o pagamento do volume total emitido à empresa originadora;
5. Após a colocação dos CRA no mercado, a empresa realiza periodicamente o pagamento dos juros e da amortização dos títulos, diretamente à companhia de securitização;
6. Há, portanto, o pagamento da remuneração e da amortização, por parte da Securitizadora, conforme disposto no cronograma de pagamentos dos títulos, previamente acordado nos contratos.

4.3.5.3 Benefício dos CRA aos investidores

- Regime Fiduciário

As securitizadoras, responsáveis pela emissão dos CRA, podem instituir o regime fiduciário, conforme disposto no artigo 39 da Lei 11.076/04 e revogado pela Lei nº 14.430. Esse regime consiste em desvincular os recebíveis dos direitos creditórios - que lastreiam a emissão dos produtos de securitização - do patrimônio comum da securitizadora, estabelecendo um patrimônio separado para a composição dos recebíveis.

Essa particularidade das operações securitizadas, promove a separação do risco da securitizadora, sendo o investidor protegido juridicamente pelo regime fiduciário, uma vez que o fluxo de pagamentos será mantido no patrimônio separado do emissor, segregado dos ativos e passivos da empresa de securitização. Isto é, caso haja qualquer evento de dificuldade financeira da Securitizadora, os pagamentos aos investidores não serão afetados, devido a segregação dos recebíveis no patrimônio separado da emissora.

- Isenção de Impostos

Assim como as CPRs, CDA-WAs, CDCAs e LCAs, os CRAs permitem a isenção de imposto de renda (IR) sobre os rendimentos dos investidores pessoas físicas.

4.3 A EVOLUÇÃO DOS TÍTULOS DO AGRONEGÓCIO

Silva (2006) apud Bacha e Silva (2005a) resumem os títulos do agronegócio com as principais características representadas no quadro da Figura 9:

Figura 9: Principais Características dos Títulos Privados de Financiamento do Agronegócio

	CPR-Física	CPR-Financeira	CDA	WA	CDCA	LCA	CRA
Legislação	Lei nº 8.929	Lei nº 10.200	Lei nº 11.067	Lei nº 11.067	Lei nº 11.067	Lei nº 11.067	Lei nº 11.067
Emissor	Produtor rural, empresas agropecuárias, cooperativas e associações de produtores.	Produtor rural, empresas agropecuárias, cooperativas e associações de produtores.	Depositante de produto agropecuário - pessoa física ou jurídica responsável legal pelos produtos agropecuários entregues a um armazém do agronegócio.	Depositante de produto agropecuário - pessoa física ou jurídica responsável legal pelos produtos agropecuários entregues a um armazém do agronegócio.	Pessoas jurídicas que trabalham no beneficiamento, comercialização ou industrialização de produtos agropecuários.	Instituições financeiras (públicas ou privadas).	Empresas securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio.
Comprador	Investidores privados, pessoa física ou jurídica, e agroindústrias.	Investidores privados, pessoa física ou jurídica.	Investidores privados, pessoa física ou jurídica, e agroindústrias.	Investidores privados, pessoa física ou jurídica, e agroindústrias.	Investidores privados, pessoa física ou jurídica.	Investidores privados, pessoa física ou jurídica.	Investidores privados, pessoa física ou jurídica.
Sistemática	Emitida em qualquer fase (antes do plantio ou depois da colheita). Há a negociação do produtor com agroindústrias, bancos e investidores em geral. O produtor emite a CPR e recebe o valor do título - endossável e renegociável.	Emitida em qualquer fase (antes do plantio ou depois da colheita). Há a negociação do produtor com agroindústrias, bancos e investidores em geral. O produtor emite a CPR e recebe o valor do título - renegociável até o vencimento.	Emitido com o produto agropecuário depositado em um armazém. O título é registrado em sistema permitido pelo Bacen e negociado em mercado de balcão ou bolsa, podendo ser renegociado até o seu vencimento. Pode ser comercializado junto ou de forma apartada do WA.	Emitido junto com o CDA. É registrado em sistema permitido pelo Bacen e negociado em mercado de balcão ou bolsa, podendo ser renegociado até o seu vencimento. Comercializado junto ou de forma apartada do CDA.	Título composto por direitos creditórios do agronegócio, registrado em sistema permitido pelo Bacen e negociado em mercado de balcão ou de bolsa. Pode ser renegociado até o seu vencimento.	Título composto por direitos creditórios do agronegócio, registrado em sistema permitido pelo Bacen e negociado em mercado de balcão ou de bolsa. Pode ser renegociado até o seu vencimento.	Securitizadoras adquirem os direitos creditórios do agronegócio, que são vinculados aos CRA, registrados em sistema permitido pelo Bacen e negociado no mercado de capitais. Podendo ser renegociado até o seu vencimento.
Forma de liquidação	Entrega do produto agropecuário.	Preço físico ou índice de preço pela quantidade expressa na CPR.	Entrega do produto agropecuário.	Valor do título + taxa de juros pré-definida.	Valor de resgate (valor de face).	Valor de resgate (valor de face).	Valor de resgate (valor de face).
Garantia	Confiabilidade do emissor, aval bancário e/ou outras.	Confiabilidade do emissor, aval bancário e/ou outras.	Confiabilidade do emissor e/ou outras.	Confiabilidade do emissor e/ou outras.	Confiabilidade do emissor e/ou outras.	Crédito do emissor e/ou outras.	Crédito do emissor e/ou outras.

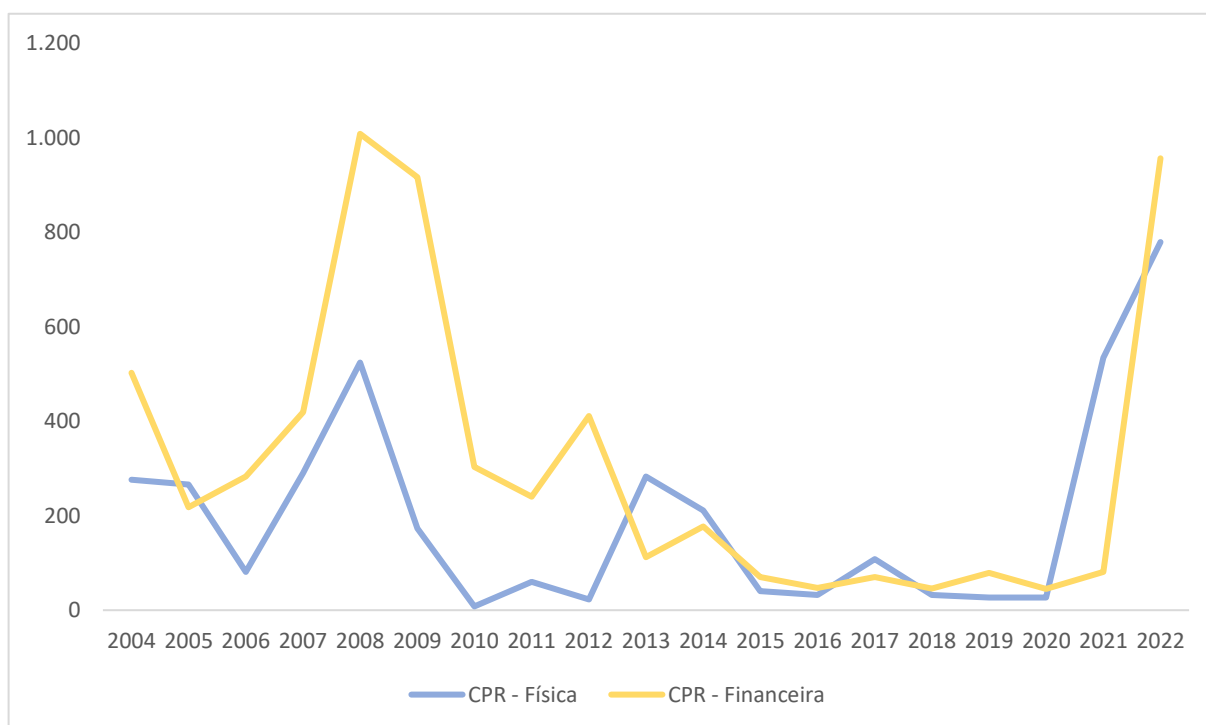
Fonte: Adaptado pela Autora (2022), de acordo com Silva (2006) apud Bacha e Silva (2005a)

Embora os títulos de financiamento privado do agronegócio tenham sido instituídos entre 1994 e 2004, até o final de novembro de 2005 ainda não existiam registros de operações de CDCAs – apesar da obtenção de regulamentação específica aplicável, e de CRAs – o que pode ser explicado pela morosidade na permissão pela CVM quanto ao funcionamento de companhias securitizadoras, impossibilitando a emissão do título no período (SILVA, 2006).

As primeiras operações dos recentes instrumentos financeiros do setor agrícola foram representadas pelas Cédulas de Produto Rural, que em 2004 o número de ativos negociados perfazia o número de 502 quantidades em CPRs Financeiras e 270 quantidades em CPRs Físicas, segundo as séries históricas disponibilizadas na base da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) entre 2004 e 2022. Pode-se evidenciar o avanço da quantidade de CPRs Financeiras frente às CPRs Físicas, o que pode ser configurado pela maior flexibilização promovida pela modalidade financeira, sem limitação ao recebimento do produto pela contraparte.

Conforme mostra a Figura 10, entre 2006 e 2008 houve um aumento expressivo na negociação em ambas as modalidades do título, subindo 547% nas cédulas físicas e 256% nas cédulas financeiras. Esse crescimento foi comprometido a partir de 2008, por uma queda de 98,47% até 2010, nas negociações da modalidade física e 70% na modalidade financeira no mesmo período.

Figura 10: Quantidade de Ativos Negociados (2004 a 2022).

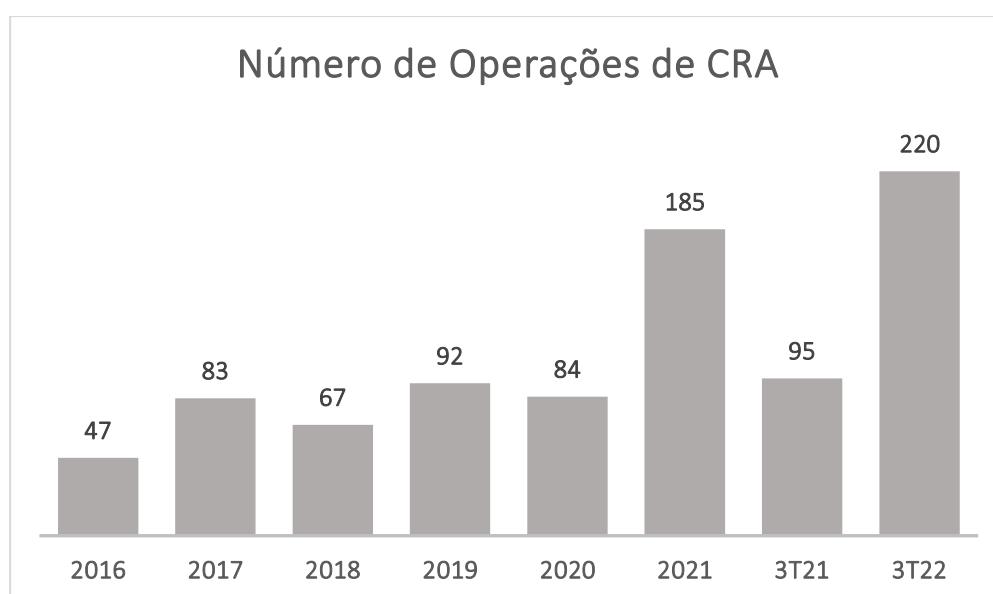


Fonte: Elaborado pela autora (2022), de acordo com os dados disponibilizados na CETIP (2004 a 2022).

O cenário abrupto do intervalo de tempo evidenciado, pode ser explicado pelo momento global de crise financeira iniciado mais precisamente em 2008. À vista disso, notava-se um panorama de incertezas pelos investidores dos títulos, somado à insegurança ainda presente quanto às formalizações das CPRs (ALMEIDA, 2008). A necessidade de registro do título, como condição precedente da sua legitimidade, conforme firmado a partir de 2020 pela Lei nº 13.986³, que altera a legislação aplicável da Cédula de Produto Rural (Lei nº 8.929), pode ter sido elementar na recuperação do fluxo de negociações dos ativos, iniciado entre 2020 e 2021 por ambas as modalidades de CPR.

As transações do mercado de CRA também são métricas que cabem um devido destaque. Mesmo com um nível maior de complexidade na estruturação e emissão em relação aos outros instrumentos financeiros do agronegócio, os Certificados de Recebíveis do Agronegócio têm obtido uma grande relevância frente o mercado de títulos e valores mobiliários. Desde 2010, o valor mobiliário abrange um crescimento em captações, mas, passou a ser observado de forma expressiva a partir de 2016, de acordo com as informações do Boletim de Mercado de Capitais da ANBIMA (Apêndice A), representadas nas Figuras 11 e 12.

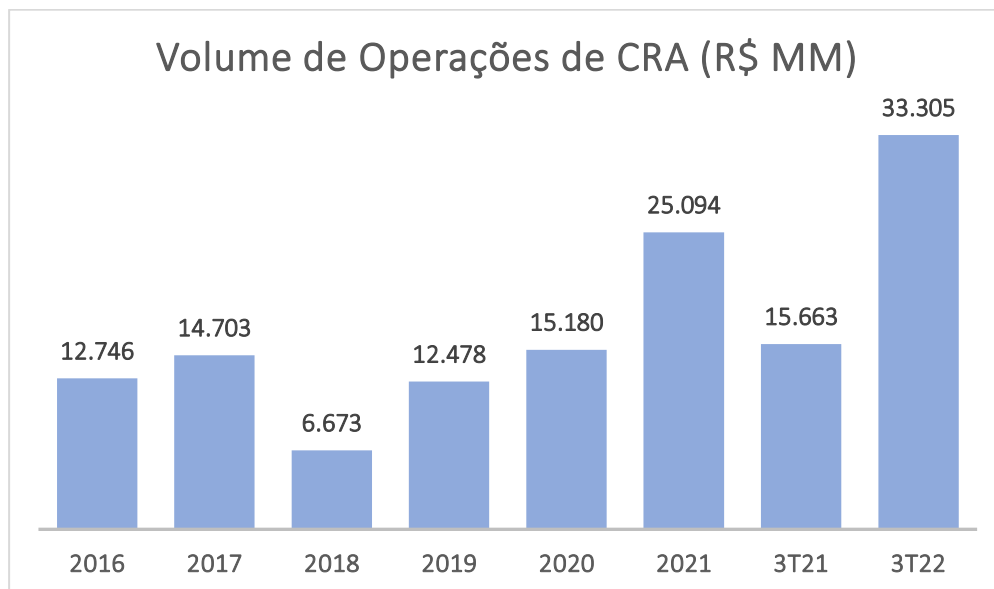
Figura 11: Número de Operações de CRA emitidos entre 2016 e 2022.



³Art. 12. A CPR emitida a partir de 1º de janeiro de 2021, bem como seus aditamentos, para ter validade e eficácia, deverá ser registrada ou depositada, em até 10 (dez) dias úteis da data de emissão ou aditamento, em entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil a exercer a atividade de registro ou de depósito centralizado de ativos financeiros ou de valores mobiliários.

Fonte: Elaborado pela Autora, com base no Boletim de Mercado de Capitais da (ANBIMA, 2022).

Figura 12: Volume de Operações de CRA emitidos entre 2016 e 2022.

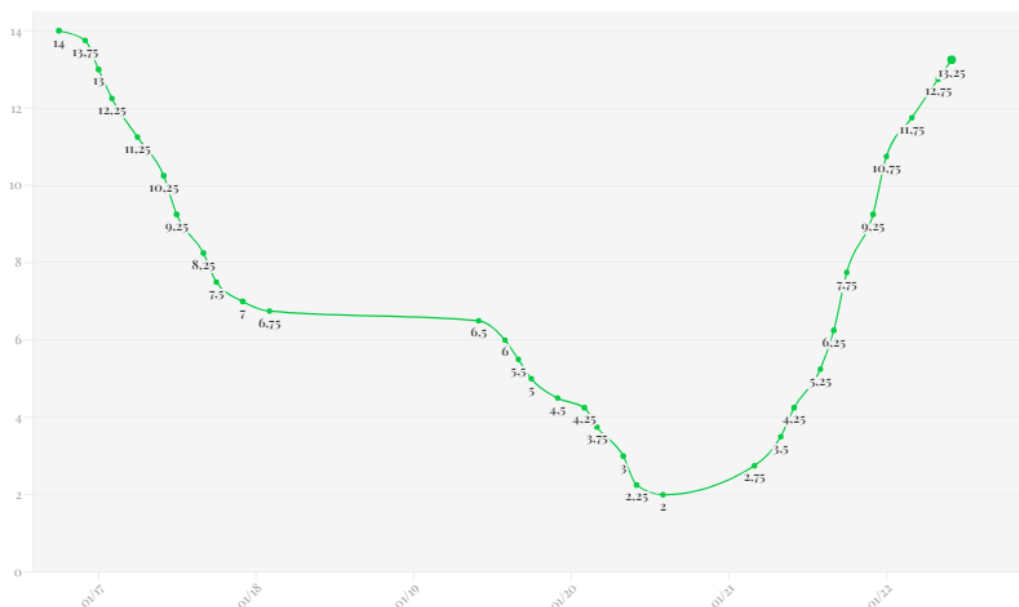


Fonte: Elaborado pela Autora, com base no Boletim de Mercado de Capitais da (ANBIMA, 2022).

Observa-se que, em 2017 houve um avanço de 77% em número de operações (Figura 11), e um aumento de 15% em volume emitido de CRAs (Figura 12), em relação ao ano anterior. No entanto, no ano de 2018, as emissões do título recuaram (i) 55% em volume de emissões e (ii) 19% em quantidade de títulos emitidos. Pode-se considerar duas decorrências desse resultado: (1) a queda da taxa SELIC, conforme demonstrado na Figura 13, que criou um cenário desfavorável para a demanda dos investidores que buscavam rentabilidades mais altas, somado também ao (2) cenário legal dos CRAs, que contava com o processo de elaboração de regulamentação aplicável da estrutura do título, instituída apenas em agosto de 2018, representada pela ICVM 600. Além do momento de incerteza econômica devido ao momento político eleitoral do ano.

O cenário (1) também pode ser aplicável para a queda em número de emissões no ano de 2020. Contudo, o destaque positivo configura para a força do mercado de CRAs nos anos de (i) 2021, com um crescimento de 120% em quantidades de Certificados emitidos e 65% em montante total emitido; e (ii) 2022, que, se compararmos o 3º trimestre de 2022 com a mesma data-base de 2021, a evolução mostra mais acentuada que os anos anteriores, conquistando um incremento de 132% em número de operações e 113% em volume total.

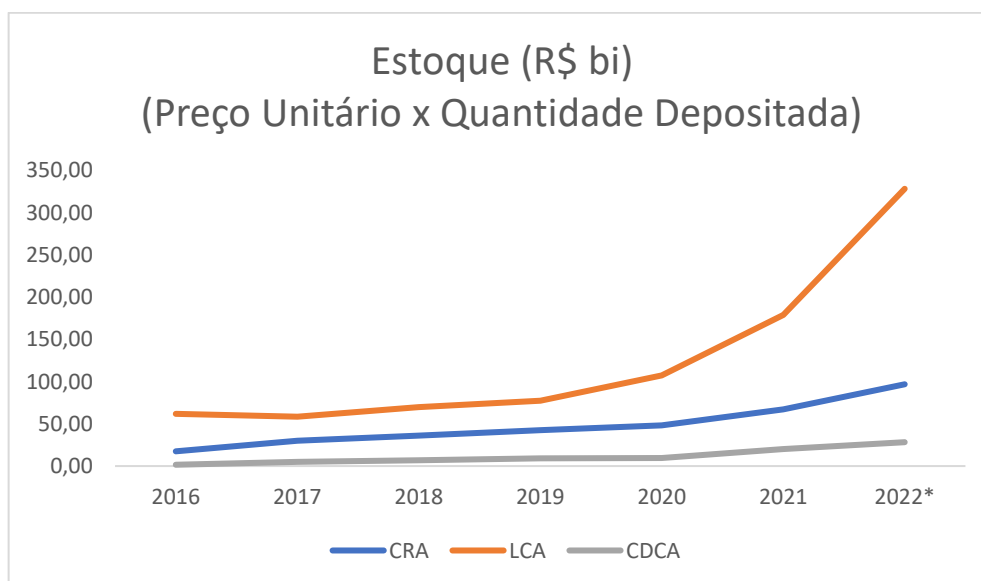
Figura 13: A evolução da Taxa Selic no Brasil em %.



Fonte: Money Times (2022).

O gráfico disposto na Figura 14 expressa a evolução dos títulos do agronegócio emitidos no final de cada ano entre 2016 e 2022⁴, representados pelo volume em estoque de CRA, LCA e CDCA, de acordo com as estatísticas das séries históricas extraídas da CETIP (Apêndice B), pela modalidade de cálculo do preço unitário multiplicado pela quantidade depositada de cada título lançado no mercado.

Figura 14: A evolução do estoque de CRA, LCA e CDCA entre 2016 e 2022.



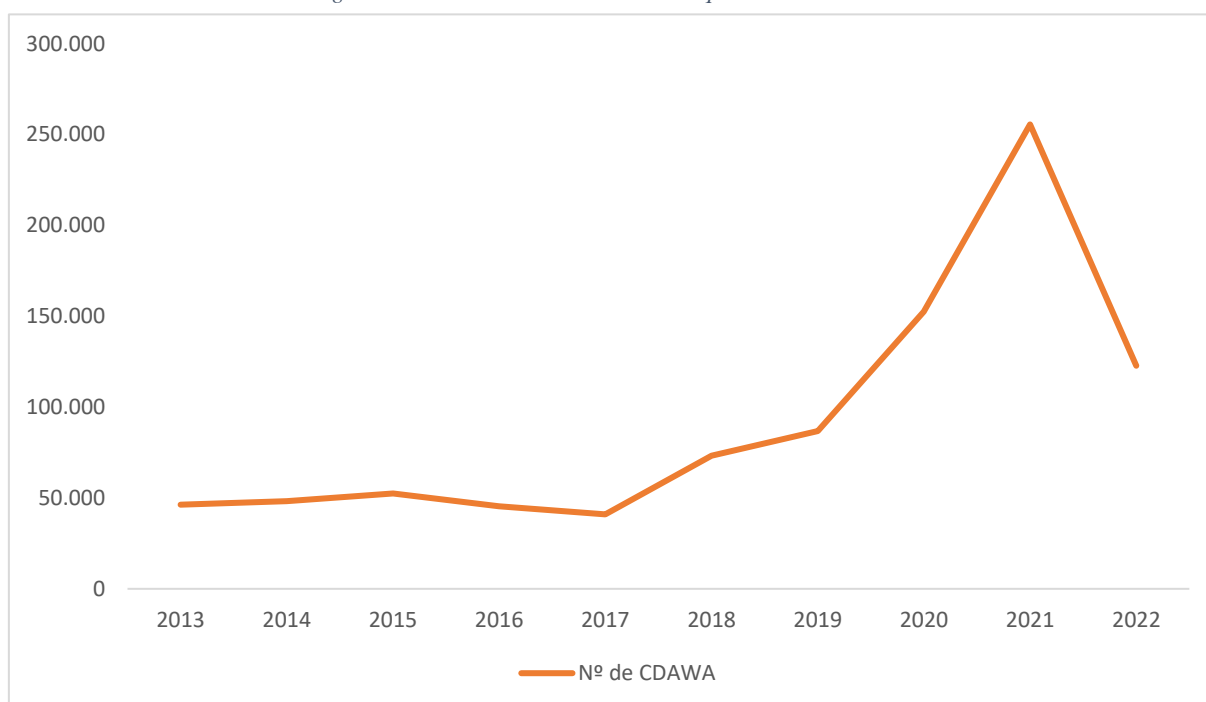
Fonte: Elaborado pela autora (2022), de acordo com os dados disponibilizados pela CETIP, de 2016 a 2022.

⁴ O volume de estoque em 2022 representa a data-base da CETIP de 22 de novembro de 2022.

O volume em estoque das Letras de Crédito Financeiras no ano de 2017 foi de R\$ 58,45 bilhões, representando uma queda de 5% em relação ao ano anterior. Apesar dessa redução, as LCAs continuaram sendo o produto mais negociado entre os títulos de crédito do agronegócio. Os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio, bem como os CRAs, evidenciados nos gráficos anteriores, também obtiveram um crescimento em estoque a partir de 2020, de respectivamente, 192% e 101%, até o ano de 2022. Para Bacha e Silva (2005), isso representa a segurança que os títulos refletem perante os investidores.

De modo semelhante, os estoques em quantidades de CDA/WA resultaram em um alto nível de crescimento, que pode ser destacado a partir de 2019, conforme a Figura 15, com 76% de acréscimo, se comparado ao ano de 2020. Entre os anos de 2020 e 2021, o aumento do número de cédulas em estoque foi de 68%, sendo essas quantidades, reduzidas por uma queda de -52% no ano de 2022.

Figura 15: Número de CDA/WA em estoque de 2013 a 2022



Fonte: Elaborado pela autora (2022), de acordo com os dados disponibilizados pela CETIP, de 2013 a 2022.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O crédito é um fator determinante para a cadeia produtiva do setor agrícola do Brasil. Analisou-se, sob o contexto histórico de cerca de 88 (oitenta e oito) anos, datados do reconhecimento da importância do agronegócio do Brasil, até o início da pulverização do financiamento do setor, que a concessão de crédito aos produtores rurais, cooperativas e companhias que realizavam atividades de beneficiamento ou industrialização do setor, contava com o domínio de fontes públicas de fornecimento.

Como observado ao longo do estudo, o Governo Federal era responsável pelo desenvolvimento de programas específicos direcionados ao financiamento da atividade agropecuária, considerando o estímulo decorrente da política agrícola. A identificação da centralização da disponibilização de recursos foi importante para o entendimento da necessidade de novos instrumentos financeiros ao setor, proporcionados por fontes diversificadas de crédito.

A redução da participação pública no fornecimento de crédito ao agronegócio, observada no final dos anos 90, permitiu a instituição de regulamentações que modalizaram o portfólio de produtos e abriram portas para o subsídio do setor por intermédio de recursos privados, oportunizados pelas CPRs, CDA-WAs, LCAs, CDCA e CRAs. Foi possível identificar que tais títulos são caracterizados por documentos que refletem promessas de entregas físicas de produtos (CPR Física e CDA-WA) e promessas de pagamento (CPR Financeira, CDA-WA, LCA, CDCA e CRA).

Observou-se a importância dos títulos do agronegócio na redução da concentração do financiamento público, permitindo o acesso dos produtores rurais e empresas do setor ao mercado financeiro e de capitais brasileiro. Por um lado, enquanto a emissão dos títulos possibilitou aos produtores rurais e demais agentes do agronegócio novas fontes de recursos para o custeio das atividades produtivas do setor, por outro lado, também permitiu a diversificação das carteiras de investimento dos investidores.

Demonstrou-se que os instrumentos surgiram com uma capacidade estrutural inovadora. Os produtores rurais e cooperativas, além dos demais agentes do agronegócio aplicáveis, puderam transformar suas vendas a prazo, oriundas de negociações com indústrias de insumos, armazéns, e demais clientes, em títulos negociáveis no mercado de capitais, para a captação de recursos junto a instituições financeiras ou investidores, de maneira a antecipar o recebimento dos recursos e transferir os direitos creditórios advindos das negociações das atividades do agro, a um terceiro.

Esses produtos também contaram com benefícios nas duas pontas, sendo ao emissor: (i) diferentes oportunidades de obtenção de recursos, sem limitação ao crédito oficial; e (ii) oportunidade de captação mais baixa pelos emissores do setor, evidenciada pelo acesso a diferentes bolsos do mercado; e ao investidor: (i) isenção do imposto de renda sobre os rendimentos gerados ao investidor pessoa física, em relação aos CDCAs, CRAs, LCAs; (ii) isenção do Imposto sobre Operações Financeiras e proteção do Fundo Garantidor de Créditos (FGC) ao investidor da LCA; (iii) instituição do regime fiduciário, protegendo os recursos futuros do investidor em caso de possíveis inadimplências da securitizadora, resguardados sob o patrimônio separado da companhia de securitização, destinados exclusivamente para os CRAs.

O estudo também permitiu analisar o cenário de volume, quantidade e negociações realizadas dos títulos do agronegócio, especificamente os mais negociados: CPRs, CRAs, e, brevemente os CDCAs e LCAs. Notou-se um crescimento acelerado de Cédulas do Produto Rural entre os anos de 2006 e 2008, quando não havia um quadro expressivo de operações dos demais títulos, e um destaque para as operações de Certificados de Recebíveis do Agronegócio, que atingiram mais de R\$ 33 bilhões até o 3º trimestre de 2022, atingindo um crescimento de 113% em volume total emitido do título em relação 3º trimestre de 2021.

Verificou-se também a importância das regulamentações e dos registros dos títulos no que tange a proteção e segurança dos investidores, e consequente alocação dos papéis, dado que, o crescimento observado a partir de 2020, tanto das CPRs quanto dos CRAs, foram observados concomitantemente às novas regulamentações aplicáveis aos títulos e, logo, maior credibilidade perante o mercado financeiro e de capitais.

Dada a importância do setor frente a economia brasileira e a necessidade de financiamento da atividade agrícola para manutenção do crescimento constante, espera-se que o presente estudo sirva como base de consulta para o aprofundamento de pesquisas no setor do agrícola brasileiro. À título de sugestão, avalia-se interessante a (i) exploração da temática recente dos títulos atrelados a certificações *ESG (Environmental, Social and Governance)*, tendo em vista ser um tema relevante e consideráveis iniciativas de estudo, bem como a (ii) análise do Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (FIAGRO), título de grande importância na contribuição do agronegócio. Tais estudos podem estimular o interesse das companhias quanto ao acesso ao mercado de capitais para o subsídio de suas atividades, além de auxiliar na informação aos investidores ou pessoas interessadas, tendo em vista que ainda há uma escassez de estudos específicos.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Luciana Florêncio de. **Ambienta Institucional e Contratos de Crédito Agrícola: Três Estudos Críticos**. Tese de doutorado. Universidade de São Paulo, SP. 2008.

ALMEIDA, Luciana Florêncio de.; ZYLBERSZTAJN, Decio. **Análise Comparada Entre o Mercado de Crédito Agrícola no Brasil e nos Estados Unidos**. Organizações Rurais & Agroindustriais, vol. 14, n. 1. Universidade Federal de Lavras: Minas Gerais, 2012.

ALYRIO, Rovigati Danilo. **Métodos e Técnicas de Pesquisa em Administração**. Rio de Janeiro, RJ: Tereza Queiroz, 2009. 281 p.

B3. Brasil, Bolsa e Balcão. **Agronegócio: Cédula do Produto Rural (CPR)**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/registro/renda-fixa-e-valores/mobiliarios/cedula-de-produto-rural.htm>. Acesso em: 16 de novembro de 2022.

BACEN. **Composição e Segmentos do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1>>. Acesso em: 19 de novembro de 2022.

BACEN. **Proagro – Programa de Garantia da Atividade Agropecuária: Resumo de Instruções para o Beneficiário**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/proagro_docs/resumo_instrucoes_Proagro.pdf>. Acesso em: 11 de novembro de 2022.

BACHA, C.J.C.; SILVA, G.S. O desempenho dos instrumentos privados. **Agroanalysis**, São Paulo, SP, v. 25, n. 9, 2005.

BM&FBOVESPA. 2015. Renda Fixa: Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA. Disponível em: <<https://docplayer.com.br/4286721-Renda-fixa-certificado-de-direitos-creditorios-do-agronegocio-cdca-renda-fixa-certificado-de-direitos-creditorios-do-agronegocio-cdca.html>>. Acesso em: 28 de novembro de 2022.

BRASIL. Lei n. 8.929, de 22 de agosto de 1994. Institui a Cédula de Produto Rural e outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18929.htm>. Acesso em: 19 de novembro de 2022.

BRASIL. Lei n. 10.200, de 14 de fevereiro de 2001. Acresce e altera dispositivos da Lei no 8.929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110200.htm>. Acesso em: 19 de novembro de 2022.

BRASIL. Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004. Dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, dá nova redação a dispositivos das Leis nºs 9.973, de 29 de maio de 2000, que dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários, 8.427, de 27 de maio de 1992, que dispõe sobre a concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural, 8.929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural – CPR, 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, e altera a Taxa de Fiscalização de que trata a Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111076.htm>. Acesso em: 19 de novembro de 2022.

BRASIL. Lei n. 13.986, de 07 de abril de 2020. Institui o Fundo Garantidor Solidário (FGS); dispõe sobre o patrimônio rural em afetação, a Cédula Imobiliária Rural (CIR), a escrituração

de títulos de crédito e a concessão de subvenção econômica para empresas cerealistas; altera as Leis nos 8.427, de 27 de maio de 1992, 8.929, de 22 de agosto de 1994, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 12.865, de 9 de outubro de 2013, 5.709, de 7 de outubro de 1971, 6.634, de 2 de maio de 1979, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 7.827, de 27 de setembro de 1989, 8.212, de 24 de julho de 1991, 10.169, de 29 de dezembro de 2000, 11.116, de 18 de maio de 2005, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.340, de 28 de setembro de 2016, 13.576, de 26 de dezembro de 2017, e o Decreto-Lei nº 167, de 14 de fevereiro de 1967; revoga dispositivos das Leis nos 4.728, de 14 de julho de 1965, e 13.476, de 28 de agosto de 2017, e dos Decretos-Leis nos 13, de 18 de julho de 1966; 14, de 29 de julho de 1966; e 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2019-2022/2020/lei/L13986.htm>. Acesso em: 30 de novembro de 2022.

CETIP, 2004 a 2022. Dados por Ativo. Disponível em: <http://estatisticas.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/lum_web_v05_series_introducao.asp?str_Modulo=Ativo&int_Idioma=1&int_Titulo=6&int_NivelBD=2/>. Acesso em: 25 de novembro de 2022.

CNA Brasil *et al.* **Guia dos Títulos do Agronegócio**. Brasília, DF, 2018. Disponível em: <<https://www.cnabrasil.org.br/publicacoes/guia-dos-titulos-do-agronegocio>>. Acesso em: 08 de novembro de 2022.

COELHO, C.N. 70 Anos de Política Agrícola no Brasil: 1931-2001. **Revista de Política Agrícola**: publicação do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento, Brasília: 2001.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 160**. Dispõe sobre ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html>>. Acesso em: 19 de novembro de 2022.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 600**. Dispõe sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst600.html>>. Acesso em: 21 de novembro de 2022.

DEFANTE, Marcelo; MONTOYA, Marco A.; VELOSO, Paulo R.; COSTA, Thelmo V. M. **O Papel do Crédito Agrícola Brasileiro e sua Distribuição por Estratos de Produtores**. Revista Teoria e Evidências Econômicas. Passo Fundo, RS, v. 7, n. 12, 1999.

GASQUES, José Garcia; VILLA VERDE, Carlos Monteiro. **Novas Fontes de Recursos, Propostas e Experiências de Financiamento Rural**. Publicação do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA. Brasília, DF. 1995.

GAUTHIER, B. **Recherche social e De la probkmatique à la collecte des données**. Québec, Canada: Presses de l'Université du Québec. 1984.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

INTRIERI, Laura. Selic a 13,25%: veja a trajetória da taxa básica de juros nos últimos 5 anos. Money Times, 2022. Disponível em: <<https://www.moneytimes.com.br/selic-a-1325-veja-a-trajetoria-da-taxa-basica-de-juros-nos-ultimos-5-anos/>>. Acesso em: 30 de novembro de 2022.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Fundamentos de Metodologia Científica**. São Paulo, SP: Atlas 2003.

MALAR, João Pedro. **PIB do Brasil tem 7º melhor dado no 2º tri entre maiores economias**,

diz estudo. CNN, 2022. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/pib-do-brasil-tem-7o-melhor-dado-no-2o-tri-entre-maiores-economias-diz-estudo/>>. Acesso em: 16 de outubro de 2022.

MENDONÇA, S. R. de. **O Convenio de Taubaté e a Agricultura Fluminense.** Revista Brasileira de Gestão e Desenvolvimento Regional. v.4, n.3. Taubaté, SP, 2008.

OLIVEIRA, M. M. **Como fazer pesquisa qualitativa.** Petrópolis, RJ: Vozes, 2007. **PIB.** IBGE, 2022. Disponível em: < <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>>. Acesso em: 16 de outubro de 2022.

PICCINI, Marina Fusco. **Os termos do agronegócio.** 2017. Disponível em: <<https://agroschool.com.br/ebook-guia-rapido-os-termos-do-agronegocio>>. Acesso em: 20 de novembro de 2022.

PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. **Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico.** Novo Hamburgo, RS: Feevale, 2013.

REDIVO, André da Silva. **A Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CREAI) e o Modelo de Financiamento do Estado Desenvolvimentista no Brasil Entre 1937 e 1969.** Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, 2018.

ROCHA, Daniel Favoretto. **Securitização de Recebíveis do Agronegócio e Regulação por Gatekeepers.** Trabalho de Curso. Fundação Getúlio Vargas – FGV. São Paulo, SP, 2017.

SANTOS, José Odálio dos.; SANTOS, José Augusto Rodrigues dos. **Mercado de Capitais: Racionalidade Versus Emoção.** Revista Contabilidade e Finanças. Vol. 16. N. 37. São Paulo: SP, 2005.

SCHEDENFFELDT, Bruna Ferrari; *et al.* Instrumentos privados de financiamento do agronegócio. **Revista de Política Agrícola.** Vol. 30. N.1. São Paulo, 2021.

SILVA, Elaine Barbosa da. **A dinâmica socioespacial e as mudanças na cobertura e uso da terra no bioma Cerrado.** Tese de doutorado. Universidade Federal de Goiás, GO, 2013.

VERT CAPITAL BR. **O que é securitização?.** Youtube, 09 abr. 2018. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=uTLRKRxttV4>>. Acesso em: 24 de novembro de 2022.

APÊNDICE A

Tabela do volume de operações de Certificados de Recebíveis do Agronegócio, emitidas de janeiro de 2016 a setembro de 2022, conforme relatório do Boletim de Mercado de Capitais da ANBIMA, de 13 de outubro de 2022.

ANBIMA » Mercado de Capitais | Relatórios

Ofertas de securitização - volume e número

R\$ milhões

Ano	Volume de Operações CRA			Número de Operações CRA		
	ICVM/400 - registrada	ICVM/400 - dispensada	ICVM/476	ICVM/400 - registrada	ICVM/400 - dispensada	ICVM/476
2016	9.074	0	3.672	22	0	25
2017	11.988	0	2.715	29	0	54
2018	4.109	0	2.564	16	0	51
2019	9.856	0	2.622	29	0	63
2020	5.331	0	9.850	13	0	71
2021	10.150	0	14.945	28	0	157
01	200	0	0	2	0	0
02	0	0	193	0	0	6
03	1.998	0	684	6	0	7
04	0	0	1.729	0	0	7
05	1.890	0	1.619	3	0	14
06	480	0	1.686	2	0	14
07	0	0	876	0	0	7
08	1.200	0	1.120	2	0	14
09	975	0	1.015	2	0	9
10	210	0	1.449	2	0	8
11	1.508	0	1.190	5	0	30
12	1.689	0	3.386	4	0	41
2022	10.483	0	22.822	25	0	195
01	721	0	518	2	0	12
02	600	0	2.274	1	0	21
03	2.324	0	442	6	0	16
04	600	0	1.658	1	0	25
05	1.471	0	2.106	4	0	19
06	1.600	0	3.331	3	0	18
07	850	0	7.634	3	0	34
08	1.500	0	1.297	2	0	24
09	818	0	3.562	3	0	26
10	0	0	0	0	0	0
11	0	0	0	0	0	0
12	0	0	0	0	0	0

APÊNDICE B

Tabela das quantidades de Cédulas de Produto Rural, emitidas nas modalidades física e financeira, entre os anos de 2004 e 2022, conforme estatísticas da CETIP, datadas de 01 de janeiro de 2004 até 29 de novembro de 2022.

Quantidade de Ativos Negociados		
Ano	CPR - Física	CPR - Financeira
2004	276	502
2005	266	218
2006	81	283
2007	290	419
2008	524	1.008
2009	173	916
2010	8	303
2011	60	240
2012	23	411
2013	283	112
2014	211	177
2015	40	70
2016	32	47
2017	108	70
2018	32	46
2019	27	79
2020	27	45
2021	534	81
2022	779	956