

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CENTRO DE CIÊNCIAS E TECNOLOGIAS PARA A SUSTENTABILIDADE
CAMPUS DE SOROCABA
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

CAIO SAVIOLI ZUANELLA

**Os Novos Mecanismos de Financiamento Privado do Agronegócio: Uma Análise da
Abrangência e Importância no Cenário Econômico Atual**

Sorocaba
2014

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CENTRO DE CIÊNCIAS E TECNOLOGIAS PARA A SUSTENTABILIDADE
CAMPUS DE SOROCABA
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

CAIO SAVIOLI ZUANELLA

**Os Novos Mecanismos de Financiamento Privado do Agronegócio: Uma Análise da
Abrangência e Importância no Cenário Econômico Atual**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências e Tecnologias para a Sustentabilidade da Universidade Federal de São Carlos, *campus* Sorocaba, para obtenção do título/grau de bacharel/licenciado em Ciências Econômicas.

Orientação: Prof. Dr. Eduardo Rodrigues de Castro

Sorocaba
2014

Zuanella, Caio Savioli

Os Novos Mecanismos de Financiamento Privado do Agronegócio:
Uma Análise da Abrangência e Importância no Cenário Econômico
Atual / Caio Savioli Zuanella. -- Sorocaba, 2014

56 f. : il. ; 28 cm

Trabalho de Conclusão do Curso de Bacharelado em Ciências
Econômicas - UFSCar, *Campus* Sorocaba, 2014.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Rodrigues de Castro

Banca examinadora: Prof. Dr. Alexandre Lopes Gomes, Prof. Dr.
José César Cruz Júnior.

Bibliografia

1. Financiamento Privado. 2. Agronegócio. 3. Crédito Rural. I.
Título. II. Sorocaba - Universidade Federal de São Carlos.

CDD 330

CAIO SAVIOLI ZUANELLA

**Os Novos Mecanismos de Financiamento Privado do Agronegócio: Uma Análise da
Abrangência e Importância no Cenário Econômico Atual**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências e Tecnologias para a Sustentabilidade da Universidade Federal de São Carlos, *campus* Sorocaba, para obtenção do título/grau de bacharel/licenciado em Ciências Econômicas.

Universidade Federal de São Carlos. Sorocaba, 05 de Dezembro de 2014.

Orientador (a)

Dr. (a) Eduardo Rodrigues de Castro
Universidade Federal de São Carlos *campus* Sorocaba

Examinador (a)

Dr. (a) Alexandre Lopes Gomes
Universidade Federal de São Carlos *campus* Sorocaba

Examinador (a)

Dr.(a) José César Cruz Júnior
Universidade Federal de São Carlos *campus* Sorocaba

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a meus pais, Sylla Savioli Zuanella e Valter Moutinho Zuanella, e minha irmã, Bianca Savioli Zuanella, por seu apoio incondicional e pela dedicação e carinho empregados em meu desenvolvimento.

AGRADECIMENTO

Agradeço a Universidade Federal de São Carlos por me oferecer um ensino gratuito e de qualidade. Em especial, agradeço meu orientador, Eduardo Rodrigues de Castro, por sua atenção, paciência e dedicação oferecidas. Seu apoio foi fundamental à conclusão deste trabalho. Coincidência ou não, meu primeiro contato com a UFSCar foi através de seu acolhimento no dia da matrícula. Ao longo dos anos, sua postura perante os alunos me motivou a seguir adiante e enfrentar os desafios.

Agradeço também ao Gustavo Gurgel por seus conselhos que se mostraram oportunos ao desenvolvimento deste trabalho.

RESUMO

ZUANELLA, Caio. *Os Novos Mecanismos de Financiamento Privado do Agronegócio: Uma análise da abrangência e importância no cenário econômico atual*. 2014. 47 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em 2014) – Centro de Ciências e Tecnologias para Sustentabilidade, Universidade Federal de São Carlos, Sorocaba, 2014.

Em dezembro de 2004 foram lançados no Brasil cinco mecanismos de financiamento privado destinados ao Agronegócio. São eles: Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), *Warrant* Agropecuário (WA), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA). Somados à Cédula de Produto Rural (CPR), criada em 1994, estes mecanismos representam um novo estágio do financiamento do setor rural brasileiro, são ferramentas que incentivam a entrada do capital privado no setor e, por isso, retiram parte do antes quase exclusivo papel do Governo no financiamento do Agronegócio através do Crédito Rural. Os anos iniciais dos mecanismos revelaram uma participação pouca expressiva no mercado rural brasileiro, porém, dados recentes mostram que os mecanismos alcançaram valores próximos ao do Crédito Rural oficial e apontam para o desenvolvimento de uma dinâmica alternativa do Agronegócio no país, em que a atuação pública e privada se complementam na geração dos recursos necessários ao desenvolvimento rural brasileiro. Através de uma consulta a fonte de dados secundários, este trabalho faz uma análise descritiva do desempenho dos mecanismos de financiamento privado do Agronegócio desde sua criação, procurando entender os motivos de seu crescimento, assim como as dificuldades para sua consolidação no mercado. Conclui-se que os mecanismos possuem, hoje, um importante papel no financiamento do Agronegócio brasileiro. De uma maneira geral, todos os títulos lançados em 2004 tiveram uma evolução em seus desempenhos nos últimos anos. A LCA é o principal deles, possuindo o maior número de registros de negociações, os maiores volumes de negociações finalizadas e o maior estoque de títulos em aberto. O CRA, apesar de possuir valores menores, mostra um grande desenvolvimento recente (a partir de 2013) e pode, num futuro próximo, alcançar níveis semelhantes aos da LCA.

Palavras-chave: Agronegócio. Financiamento Privado. Crédito Rural.

ABSTRACT

In December 2004 five Agribusiness mechanisms of private funding were released in Brazil: Agricultural Deposit Certificate (CDA), Agricultural Warrant (WA), Agribusiness Credit Rights Certificate (CDCA), Agribusiness Letters of Credit (LCA) and Agribusiness Receivable Certificate (CRA). In addition to the Rural Product Notes (CPR), created in 1994, these mechanisms represent a new stage in the Brazilian rural sector financing scenario, these tools encourage the entry of private capital in the sector and therefore remove part of the once almost exclusive Governmental role on the Agribusiness funding, with the official Rural Credit. The early years revealed not a significant stake in the Brazilian rural market, however, recent data shows that the mechanisms reached the Rural Credit levels and it points out to the development of an alternative dynamic of the Agribusiness in Brazil, where public and private capital are complementary in the financial funding supply needed to the Brazilian rural development. Using a secondary data source consult, this paper analyzes the performance of the Agribusiness mechanisms of private funding since its creation, seeking to understand the reasons for its growth, as well as the difficulties for their consolidation in the market. It concludes that the mechanisms have currently an important role in the Brazilian Agribusiness funding system. In general, all assets released in 2004 had a crescent evolution in their performance in recent years. LCA is the main one, having the largest number of negotiations records, the largest volumes of disclosed negotiations and the largest open interest in the market. Despite having lower values, the CRA showed great recent development (since 2013) and may reach levels similar to the LCA in the near future.

Keywords: Agribusiness. Private Finance. Rural Credit.

Conteúdo

1. INTRODUÇÃO	10
1.1. OBJETIVOS	17
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	18
3. REFERENCIAL TEÓRICO	26
4. METODOLOGIA	28
5. DESEMPENHO DOS NOVOS MECANISMOS DE FINANCIAMENTO PRIVADO DO AGRONEGÓCIO	29
5.1. OBJETIVOS PROPOSTOS POR BACHA E SILVA (2005).....	42
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	44
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	46
APÊNDICES	49
APÊNDICE A	50
APÊNDICE B.....	52
APÊNDICE C.....	53

1. INTRODUÇÃO

Em dezembro de 2004 foram criados no Brasil, com a lei federal n. 11.076, novos mecanismos de financiamento privado ao agronegócio, são eles: Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), *Warrant* Agropecuário (WA), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), além da Cédula de Produto Rural (CPR), criada em 1994. Os mecanismos ganham importância no atual cenário econômico em que os recursos públicos destinados ao crédito rural são limitados, e como destacado por Souza e Bacha (2009), dão oportunidade à entrada de novos agentes no processo de alocação de recursos financeiros do setor. Nos anos iniciais, os mecanismos mostraram pouca relevância na dinâmica rural brasileira, mas dados recentes apontam que estes têm adquirido grande força e, hoje, representam uma importante transformação do financiamento no setor. Este trabalho busca compreender a importância dos mecanismos de financiamento privado no Agronegócio brasileiro, destacando os motivos que levaram a seu crescimento recente.

A política de crédito rural possui um papel de suma importância no desenvolvimento do setor rural brasileiro, a sua consolidação teve início com criação do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), em 1965. As estratégias do governo desenvolveram-se em adequação ao contexto macroeconômico e, nas décadas de 60 e 70, com a grande interferência estatal no setor agrícola, o crédito rural se tornou um vetor de modernização da agricultura nacional. Porém, na década de 80, iniciou-se um processo de diminuição da participação do Crédito Rural oficial, processo que teve continuidade na década seguinte. A participação do Tesouro Nacional no financiamento do crédito rural ilustra este processo, na primeira metade da década de 1980, era de 87%, baixou para 40% na segunda metade e, nos anos 90, a participação caiu para 15% no início e 1,5% ao final. Os recursos oficiais foram, aos poucos, dando lugar aos recursos oriundos dos bancos. É neste cenário, de esgotamento das fontes oficiais de crédito, que modalidades alternativas – privadas – tomam evidência no desenvolvimento do setor agrícola (RAMOS; JUNIOR, 2010).

Almeida e Zylbersztajn (2008) analisam o sistema de crédito agrícola brasileiro e categorizam a institucionalização deste em três fases, a partir de 1965. Na fase inicial, que durou até meados da década de 80, o Estado possuía um papel fortemente intervencionista no setor rural. Nesta fase, a política de crédito rural visava à alavancagem produtiva das

propriedades rurais através do estímulo ao fluxo de recursos financeiros. A segunda fase, durando até o final dos anos 90, foi marcada pela retirada gradual da intervenção estatal e a criação da CPR em 1994 simboliza este processo. De uma maneira geral o governo passa a atuar mais seletivamente no setor rural, com foco na agricultura familiar e o financiamento por meio do BNDES. Na terceira fase, iniciada ao final da década de 90, o governo passa a adotar critérios mais rígidos na concessão dos empréstimos pelos agentes financeiros, há uma maior pulverização do crédito subsidiado através da participação das cooperativas de produção e cooperativas de crédito e, finalmente, são criados incentivos para a participação de formas alternativas de financiamento.

Buainain et al. (2013) apresentam dois indicadores que ilustram o processo de redução da importância do Estado brasileiro no desenvolvimento rural, movimento descrito pelos autores como “fuga do Estado” e que abre uma nova fase com agentes privados como principais atores do desenvolvimento. A já citada diminuição da participação dos fundos do Tesouro Nacional no financiamento rural e a porcentagem dos gastos públicos com funções rurais (representadas por duas grandes contas no Orçamento da União: As funções “Agricultura” e “Organização Agrária”) sofreu significativa redução: em 1980 era de 7,5 %, chegando a 11,9% em 1987, em 2000 baixou para 1,9% e em 2010, 1,2%, apesar de representar um aumento em termos absolutos. Os autores criticam a postura do Estado e fazem a seguinte indagação: “O que realmente quer o Estado do mundo rural brasileiro?” (BUAINAIN et al., 2013, p. 117). Tendo em vista que, em relação à “fuga do Estado”, não houve contrapartidas efetivas em áreas estratégicas, os autores concluem que há um desconhecimento das tendências do desenvolvimento agrário por parte das instituições políticas.

Araújo (2011) faz algumas reflexões acerca da experiência brasileira com o crédito rural no início da década de 90: com a abertura comercial os preços dos insumos agrícolas foram reduzidos e os preços de exportação aumentaram. Este cenário induziu a intensificação da produção, aumento da produtividade e conseqüente diminuição dos custos de produção. Dessa forma, houve aumento do lucro de muitos produtores apesar da redução da oferta de crédito formal. A abertura econômica do período proporcionou a *traders* e comerciantes em empresas multinacionais expandir seus negócios no exterior e no Brasil. Uma importante medida do crédito necessário à intensificação da produção agropecuária foi proveniente destas empresas, compensando parcialmente a diminuição da participação do setor público nas políticas agrícolas convencionais.

O período que precede a criação dos novos mecanismos foi marcado por importantes alterações no modelo de financiamento ao setor rural, as fontes de recursos do crédito rural foram influenciadas pelas profundas transformações ocorridas no cenário macroeconômico e o governo passou a adotar uma posição de regulador do crédito rural objetivando a entrada do setor privado no financiamento do agronegócio. A partir da vigência do Plano Real verifica-se o surgimento de fontes alternativas ao financiamento que, até este momento, era feito majoritariamente pelo Tesouro Nacional. Por possuírem características mais modernas e ágeis, estas novas fontes contribuíram para a configuração de uma forma diferenciada de financiamento ao setor rural (TOSCHI, 2006).

Buainain et al. (2013) contextualizam a nova dinâmica do setor rural brasileiro através de três pontos fundamentais, aos autores estes processos sociais são premissas ou pilares que anunciaram um novo período no desenvolvimento do setor. O primeiro elemento destacado é apresentado como o ponto de partida para o processo de desenvolvimento agrícola brasileiro e trata-se da instituição do sistema de crédito rural e implantação de um modelo de modernização fundado no tripé: crédito rural subsidiado, extensão rural e pesquisa agrícola por instituições públicas. Este processo, ainda que desenvolvido discriminatoriamente (entre regiões, tipos de cultivo e beneficiários), tornou-se a base para a formação da agricultura moderna atual.

O segundo ponto ressaltado por esse autor diz respeito aos mais importantes atores no processo de expansão da dinâmica agropecuária. Apesar de este ser um tema menos investigado e apresentado de maneira episódica a respeito das responsabilidades sociais dos atores, destaca-se que a expansão iniciada no final da década de 60 influenciou, especialmente, uma geração de agricultores sulistas que migraram em busca de renda e lucro para diversas regiões da fronteira agrícola, como por exemplo, a fundação do crescimento da produção no Centro-Oeste (em especial o cultivo da soja). Outros grupos tiveram papéis de igual importância num contexto mais recente, oriundos da região Sudeste e responsáveis pela expansão da cana-de-açúcar, pecuária de corte e leite, da horticultura e floricultura e responsáveis pela modernização dos polos de irrigação no Nordeste.

O terceiro destaque da contextualização da nova dinâmica do setor rural brasileiro – o mais oportuno ao presente trabalho – diz respeito ao fator que desencadeou a intensificação tecnológica e produtiva recentes, as mudanças institucionais ocorridas durante a década de 90, mudanças que promoveram uma reorganização do Estado no que se refere ao

desenvolvimento agrícola, com destaque para o novo padrão de financiamento (crescente participação de recursos privados) e à política cambial de 1999 que tornou mais competitivos os produtos de exportação (BUAINAIN et al., 2013).

Spolador (2001) destaca que a formulação para uma nova e eficiente política de crédito ao setor rural não seria uma tarefa simples. Além das transformações nas fontes de recursos, sinalizadas como a principal mudança no crédito rural, a partir de 1994 houve um aumento significativo do endividamento por parte dos produtores e o mercado financeiro brasileiro atua com altas taxas de juros, o que limita a implementação de outros mecanismos de financiamento. Segundo Araújo et al. (1999 apud SPOLADOR, 2001, p 13) o crescente endividamento dos agricultores está, em grande parte, relacionado ao descompasso com que foram corrigidos os preços em relação à correção da dívida, Santiago (2000 apud SPOLADOR, 2001, p13) cita valores a estas correções, a partir do Plano Collor I: de preços, 41,2%, ao passo que a dívida dos produtores teve sua correção em torno de 84,23%.

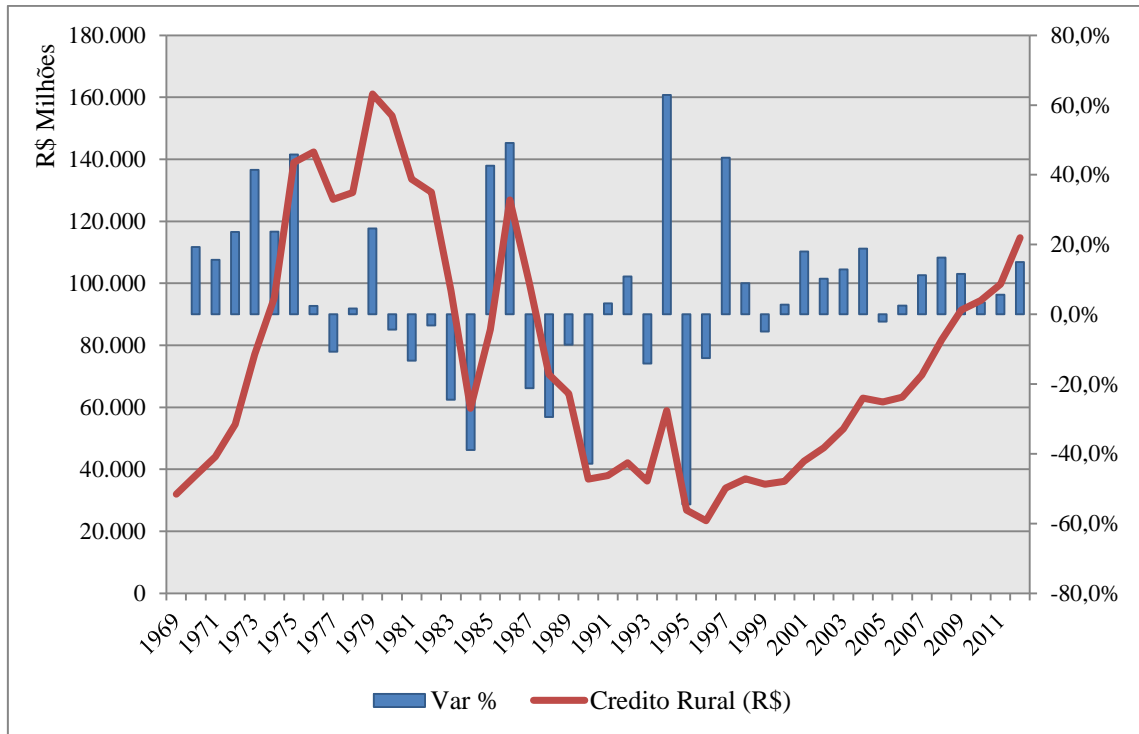
Uma questão bastante comentada na literatura e no estudo do desenvolvimento rural brasileiro é a questão das restrições ao crédito sofridas por parcelas significativas de produtores. O conceito de restrição possui algumas variações: para Chaves et al. (2001 apud SANTOS e BRAGA, 2012, p 301) possui restrição de crédito um agente que demanda crédito mas não o obtém, já Jappelli (1990 apud SANTOS e BRAGA, 2012, p 301) cita que pode ser considerado restrição o fato de um agente ser desencorajado a obter crédito, ou seja, um agente que não demande crédito por medo de não o obter já está sofrendo restrição.

De qualquer uma das formas descritas anteriormente, o conceito aplica-se ao cenário brasileiro recente. Com dados do Censo Agropecuário de 2006, Santos e Braga (2012) apontam que 66,52% dos estabelecimentos rurais que solicitaram crédito não o obtiveram. Essa é uma questão relacionada a imperfeições de mercado, assimetrias de informação que acabam elevando a exigência dos agentes financeiros concessionários de crédito e limitando a confiança do agente tomador, situação que reduz à oferta de crédito. Segundo o BACEN, em 2006 foram aprovados e disponibilizados mais de R\$ 43 bilhões de recursos ao crédito rural, porém contratados apenas R\$ 26,44 bilhões (SANTOS e BRAGA, 2012), portanto, fatores como seleção adversa e risco moral têm gerado uma insustentabilidade na política de desenvolvimento rural: uma grande parcela do crédito disponibilizado não tem sido contratada ainda que muitos produtores necessitem e estejam sem crédito.

Os dados destacados por Santos e Braga (2012) enfatizam que a tarefa de implementar transformações na política de desenvolvimento rural brasileira é necessária e de alta complexidade, os mecanismos de financiamento privado possibilitam a entrada de novos agentes neste cenário, agentes concessionários e tomadores de crédito. Este fato pode contribuir com a diminuição da assimetria de informação mas não eliminá-la, o desenvolvimento rural ainda depende dos caminhos tomados pela atuação governamental.

O setor rural no Brasil, portanto, entra em uma nova fase com presença progressivamente menor do governo (Crédito, Subsídios, Tarifas e Impostos) e com um novo modelo de crédito rural, atuando com eficiência para minimizar os custos de transação para credor e devedor. (ARAÚJO, 2011) Para Spolador (2001), a nova forma de atuação do governo deve ser direcionada à regulação desse mercado, com proteção aos agentes econômicos, às instituições financeiras, estímulo à competição no mercado, alocação direta de recursos (principalmente para a agricultura familiar), entre outros.

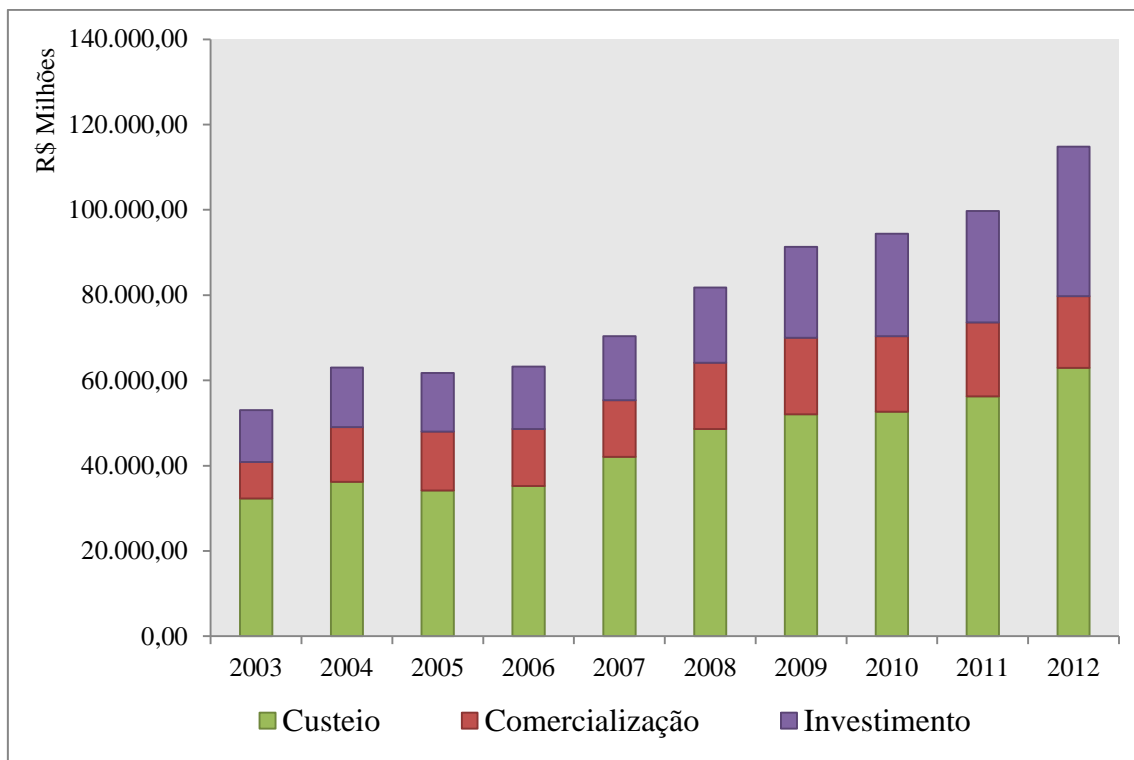
Para um melhor entendimento do desenvolvimento recente da política de crédito rural, a Figura 1 a seguir mostra a evolução do Crédito Rural oficial total desde a década de 70. É possível identificar que, em 1996, foi atingido o menor valor do Crédito Rural oficial, mas desde 1997 há uma tendência de crescimento. No final da década de 2000 patamares como os das décadas de 70 e 80 são alcançados. Após 2003, no entanto, houve uma pequena redução deste crescimento e neste momento são lançados os mecanismos de financiamento privado.



Fonte: Adaptado do anuário estatístico do BACEN (2012), (*) IGP-DI – Índice Médio Anual.

Figura 1: Crédito Rural: Evolução anual dos recursos a valores corrigidos (*) (R\$ Milhões) e taxa de variação anual (%).

A evolução do crédito rural deve ser analisada de uma maneira mais detalhada para melhor compreensão de seu desenvolvimento, esta evolução pode ser aberta pela finalidade com que o crédito é empregado. A Figura 2 a seguir demonstra a evolução da participação no total dos recursos empregados do crédito de custeio, de investimento e de comercialização. Como destacado por Pessôal (2006 apud MARQUEZIN, PALMA e RODRIGUES, 2013), no ano agrícola de 2004/2005 reduziu-se o crédito de investimento e de comercialização enquanto o de custeio permaneceu quase intacto. Nos anos mais recentes é possível identificar que houve um aumento da participação do crédito de investimento e redução do crédito de comercialização. Este sinal de alterações recentes das finalidades pode ter sofrido influência dos novos mecanismos de financiamento, uma vez que as duas formas (oficial e privada) podem coexistir para formar um cenário promissor ao setor rural.



Fonte: Adaptado do anuário estatístico do BACEN (2012), (*) IGP-DI – Índice Médio Anual.

Figura 2: Evolução dos recursos pela participação de suas finalidades: Valores Corrigidos (*) (R\$ Milhões).

É neste cenário que são criados os novos mecanismos de financiamento privado do agronegócio, ferramentas que simbolizam o novo rumo dado ao setor rural no Brasil. Com um maior dinamismo, intensificação da participação do setor privado e novas fontes de captação de recursos, o agronegócio passa por transformações que, ao mesmo tempo, são necessárias em virtude da insuficiência dos recursos do Crédito Rural oficial e acompanham a nova dinâmica da atividade no contexto econômico atual.

Os anos iniciais pós Lei n. 11.076 de 2004 apontaram para uma participação pequena do financiamento privado no desenvolvimento do setor agropecuário. Porém, dados de 2010 mostram que somente a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) já ultrapassou o Crédito Rural oficial e que, somados, os valores dos mecanismos privados de financiamento equivaleram a mais de duas vezes o valor daquele, o montante negociado no ano de 2010, em milhões de reais, foi de R\$ 171.967, com a LCA, R\$ 174.402 com a soma dos mecanismos privados, e o crédito oficial R\$ 82.077 (BACHA, 2012).

1.1. OBJETIVOS

O presente trabalho tem como objetivo analisar o papel dos novos mecanismos de financiamento privado do setor rural no cenário econômico atual, destacando a evolução de sua participação no setor e buscando compreender os motivos que contribuíram para este crescimento.

Como objetivos específicos, pretende-se:

- Analisar o desempenho individual de cada mecanismo através dos objetivos destacados por Bacha e Silva (2005), ou seja, identificar se os seguintes objetivos estão sendo cumpridos: *(a) aumentar a participação do setor privado no financiamento do agronegócio; (b) aumentar a disponibilidade de capital para o setor; (c) proporcionar um maior capital de giro dentro do próprio sistema; e (d) aliviar os cofres públicos que não possuem capital suficiente para atender toda a demanda por Crédito Rural.*

2. REVISÃO DA LITERATURA

A Cédula de Produto Rural (CPR), um dos primeiros mecanismos privados oficiais de financiamento da agricultura, foi instituída em 1994 com seu formato de liquidação física. Trata-se de um documento que possibilita uma agroindústria, exportadora ou beneficiadora adiantar insumos ou recursos monetários ao produtor rural e receber, no futuro, o valor equivalente adicionado de juros na forma do produto físico. O emissor do título pode ser o produtor, empresas agropecuárias, cooperativas ou associações de produtores. O documento já indica o produto que será entregue, o local a ser depositado e especifica as garantias ao comprador. A CPR pode ser registrada em um cartório ou na central de Custódia e Liquidação de Títulos e Valores (CETIP), estando sujeita aos custos destes serviços. O documento pode, também, ser utilizado fora do sistema financeiro, com a denominada CPR “de gaveta” (SOUZA e BACHA, 2009).

Há algum tempo já eram praticados procedimentos similares no país, como por exemplo, o chamado “contrato soja verde”: um documento de venda de soja a termo, praticado na década de 80. Segundo Bacha (2012) este mecanismo é um instrumento tradicional na agropecuária brasileira, praticado desde o século XIX, a Cédula de Produto Rural institucionalizou este procedimento.

Em seu formato original - CPR-Física - dificilmente bancos atuariam como compradores pois isto implicaria no recebimento do produto, o que os obrigaria a arcar com os custos financeiros, tributários e de estocagem. Em 2000, primeiramente através de Medidas Provisórias, em seguida convertidas em Lei, foi criada a CPR-Financeira, na qual o comprador não recebe o produto, mas seu valor equivalente ao término do prazo do documento. Esta medida possibilitou a entrada de novos agentes nas transações de CPRs (BACHA, 2012).

A criação e o desempenho nos anos iniciais da CPR eram uma sinalização para uma modernização da política rural brasileira, somando a isto a redução da participação do crédito oficial. Spolador (2001) apresenta ideias e propostas de novos modelos ao desenvolvimento agrícola brasileiro. Um novo sistema baseado em grande escala no financiamento privado é proposto por Guedes Filho (1999, apud SPOLADOR, 2001, p 25), a CPR é citada como elemento fundamental pois seria uma maneira de gerar um crescimento da participação de fornecedores de insumos e *tradings* no fornecimento de crédito. Este sistema, com operação

no mercado futuro, se baseava na proposta de redução do risco do setor e ainda previa uma participação governamental limitada ao auxílio de pequenos produtores e regiões mais carentes.

É preciso destacar que dados recentes apontam que, apesar do grande aumento das negociações via CPR e outras formas alternativas de financiamento, o Crédito Rural oficial ainda atua com grande força, contrariando em parte os sinais de esgotamento analisados pela literatura ao final dos anos 90 e última década. Uma importante ressalva, considerada por Spolador (2001) em relação à proposta, é a de que existe uma significativa limitação à informação por parte do setor rural a respeito do funcionamento do mercado de futuros, ou seja, a fragilidade dos dados estatísticos (às seguradoras) e a inexistência de uma adequada estrutura jurídica para o desenvolvimento deste mercado poderiam ser entraves à aplicação da proposta.

O período inicial de atividade da CPR apresentou um crescimento de 1610%, de 1994 a 2001, o que foi amplamente baseado na CPR de liquidação financeira, além da possibilidade de financiamento da produção e proteção de preços. Gonzales (1999 apud SPOLADOR, 2001, p 63) destaca que o bom desempenho da CPR está ligado à ideia de que com receitas e custos fixados, o nível de lucro para a parcela de produção comercializada via CPR é fixado, e que importantes tratos culturais que não seriam viáveis ao produtor são viabilizados com o mecanismo.

Por outro lado, Spolador (2001) apresenta duas limitações associadas ao uso da CPR como único instrumento alternativo de captação de recursos: boa parte da produção agrícola brasileira é formada por produtos pouco contemplados no mercado financeiro (arroz, feijão, mandioca, entre outros), dessa forma, a ação do governo não pode ser substituída. Outro ponto destacado é que o mercado de futuros possui pouca liquidez no Brasil, pela falta de especuladores.

Criados em 2004, o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e o *Warrant* Agropecuário (WA) são mecanismos que se complementam, o CDA é um título representativo de promessa de entrega de um produto depositado em um armazém (que deve atender às exigências da lei de estocagem) e o WA é um título de crédito que confere o direito de penhor sobre o produto descrito na CDA correspondente. Ambos são emitidos simultaneamente no armazém e registrados pelo depositante. Os dois títulos podem ser comercializados separadamente ou em conjunto, o que na prática implicaria na venda do

produto depositado, como destacou Bacha (2012). Comercializando-se apenas o WA define-se um valor e uma taxa de juros (correspondente a um percentual da mercadoria depositada), o comprador de um WA não pode exercer o direito de retirar a mercadoria, mas tem o direito de penhor sobre ela. Na negociação do CDA o valor é definido pela mercadoria armazenada menos o valor do WA negociado, o comprador do CDA que decidir retirar a mercadoria deverá liquidar o WA ou depositar o valor correspondente. (OLIVEIRA; CARVALHO, 2006)

A comercialização agrícola através destes mecanismos propicia um novo dinamismo ao setor uma vez que não há a limitação gerada pela transferência física das mercadorias. Desta forma, as vantagens das negociações via CDA-WA estão no centro das diretrizes levantadas na criação dos novos mecanismos de financiamento do setor rural, buscam envolver no mercado agrícola, novas fontes de financiamento, são capazes de gerar mercados secundários e conferem maior liquidez ao setor.

Dentre os mecanismos criados em 2004, três foram destinados ao refinanciamento de recebíveis originados nas relações comerciais entre produtores rurais e os demais agentes do agronegócio. Os três mecanismos diferem-se, principalmente, em seu emissor e na garantia. O Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) é de emissão exclusiva de cooperativas, prestadores de serviços e empresas supridoras ou demandantes da produção agropecuária. A Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) é emitida por instituições financeiras (públicas ou privadas) e deve ser comercializada em bolsas de mercadorias e futuros, além de mercados de balcão. O Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) é de emissão exclusiva de companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, estas são instituições não financeiras constituídas na forma de sociedades por ações. Pretendia-se com esta ferramenta alavancar a criação de um mercado secundário de créditos do agronegócio. Outra diferença entre as três ferramentas referem-se às garantias, nos casos do CDCA e da LCA, a garantia são os próprios emissores, no CRA, a garantia são os próprios DCAs vinculados.

Conforme destacado por Bacha e Silva (2005), a negociação entre os agentes do Agronegócio origina recebíveis que são o lastro dos títulos CDCA, LCA e CRA, o processo na negociação destes três títulos é uma espécie de repasse destes recebíveis a investidores privados. Estes recebíveis foram chamados de Direitos Creditórios do Agronegócio (DCA) e são compostos por: Notas Promissórias Rurais (NPR), Duplicatas Rurais (DR), Cédula de Produto Rural (CPR), Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e o *Warrant*

Agropecuário (WA), e demais títulos permitidos pela legislação para o financiamento de uma produção rural.

Desde sua criação, em 2004, muitos trabalhos dedicaram-se a analisar o desempenho dos novos mecanismos privados de financiamento do setor rural. Para Wedekin (2005), a combinação entre a escassez do crédito oficial a taxa de juros favorecida e de crédito caro de terceiros gera uma taxa de juros muito alta em relação a concorrentes internacionais, dessa forma, o crédito limitado e caro com que operava o setor rural serviu de motivação à criação da lei 11.076. Ramos e Junior (2010) destacam que o esgotamento das fontes de recursos oficiais, as tentativas de controle da inflação e ajustes fiscais no final do século XX, a busca por fontes não inflacionárias, a inadimplência de produtores, e a emergência de inclusão de novas diretrizes governamentais foram fundamentais à decisão dos novos rumos de financiamento do setor rural. Os autores destacam a importância atual do Crédito Rural oficial, mas argumentam que os novos mecanismos constituem avanços importantes no sentido de se criar novas opções para financiamento do agronegócio. Para Bacha (2012), a partir de meados da década de 90, o financiamento privado à agropecuária torna-se pauta do governo, que busca incentivar, principalmente, a agropecuária patronal e familiar-comercial.

Souza e Bacha (2009) fazem uma análise comparativa das vantagens e desvantagens dos novos mecanismos. Em relação à CPR – em suas duas versões – e ao CDA-WA, os autores destacam a vantagem de captação e as taxas abaixo das do mercado livre (ao produtor), mas veem a desvantagem dos custos adicionais que estes podem implicar em função da necessidade de registro, sendo que estes custos podem variar de acordo com a instituição que os emite, além das dificuldades de fiscalização. Já em relação aos mecanismos de refinanciamento, em particular o CDCA e LCA, destacam que estes geraram um aumento da abrangência da produção e por tratarem-se de derivativos, propiciaram maior liquidez e volume de recursos para o financiamento da agropecuária no Brasil. Por outro lado, destacam o risco ao emissor e a possibilidade de acarretar em custos altos. Os autores também assinalam para a limitação da criação de mercados secundários no caso do CDCA. De uma maneira geral, Souza e Bacha (2009) apontam que a informalidade das operações em diversas áreas da agropecuária cria obstáculos ao desenvolvimento dos novos mecanismos no que diz respeito à transparência, pleno registro, análise dos custos associados e avaliação das dificuldades de captação dos agentes econômicos.

Bacha (2012) destaca dois pontos em relação ao desempenho do CDCA, LCA e CRA. O primeiro ponto é que o comprador destes títulos (investidor) pode ser pessoa jurídica ou física, ficando esta última livre de pagamento do imposto de renda sobre os juros que recebe, tornando este investimento particularmente atrativo ao investidor “pessoa física”. O segundo ponto destacado é que, o modo como foram estabelecidos os títulos ou a forma de garantia dos três acabou gerando um maior interesse ao LCA, uma vez que se tem a garantia de um banco no recebimento do dinheiro investido.

O desempenho dos mecanismos privados até o ano de 2010 é analisado por Bacha (2012). Primeiramente, comparando as taxas de juros praticadas nos meses seguintes ao lançamento dos novos financiamentos privados (CPR-Financeira, LCA e CDA) às taxas do Crédito Rural oficial e do crédito livre. O autor observa que, sem surpresas, os custos financeiros dos instrumentos privados são maiores que os do crédito oficial. Tomando como exemplo Maio/2005, em porcentagens ao ano, a taxa do crédito oficial foi de 8% a 9,5%, a da CPR-Financeira, 26,7%, da LCA, 20,1%, do CDA, 26,4% e do crédito livre, 21,4%. O crédito oficial é altamente favorecido ao tomador de crédito, chegando, inclusive, ser praticado a taxas reais negativas, por isso apresenta-se bastante abaixo das demais taxas. Já em relação ao desempenho efetivo dos mecanismos, o autor aponta que houve, até 2005, crescimento do volume e valor das CPR registradas, em 2006 e 2007, em decorrência da crise da agricultura de grãos, houve considerável queda. Em 2005, as CPR representaram 11,9% do crédito rural, em 2010 o valor da LCA ultrapassou o total do crédito rural e numa análise conjunta, também em 2010, a CPR, CDCA, LCA e CRA superaram em 2,12 vezes o valor do crédito rural.

O Quadro A1 (Apêndice A), elaborado por Bacha (2012), apresenta um comparativo entre os mecanismos apontando suas principais características e diferenças. A evolução individual dos mecanismos ou o que fez com que alguns deles se destacassem mais no mercado rural desde seu lançamento está ligada a estas características. Os Quadros C1, C2, C3 e C4 (Apêndice C), desenvolvidos e disponibilizados pelo Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento, apresentam os fluxos operacionais dos mecanismos lançados em 2004 e permitem uma melhor visualização dos processos particulares de cada mecanismo destacados neste trabalho. A seguir serão apresentadas resumidamente as principais características de cada mecanismo, destacando-se os emissores, compradores, garantias, formas de liquidação e alguns destaques de suas operacionalidades.

A CPR possui dois formatos, física e financeira. A primeira, de liquidação física, foi criada em 1994 e é emitida pelo produtor rural, seja ele uma pessoa física, empresa agropecuária, cooperativa ou associação. Pode ser adquirida por investidores privados, pessoa física ou jurídica, agroindústrias, exportadores ou cooperativas. Sua forma de liquidação é através da entrega do produto e sua garantia pode ser a confiabilidade do emissor ou aval bancário. De sua sistemática de operação destaca-se que o produtor que emite a CPR pode receber seu valor em dinheiro ou insumos e a CPR é endossável e renegociável.

A segunda CPR, de liquidação financeira, foi criada em 2000. Os emissores e compradores são os mesmos da CPR física ressaltando que, neste formato, a CPR tornou-se mais atrativa à aquisição por um banco, por exemplo. Sua liquidação é feita através do pagamento – em dinheiro – do preço do produto ou índice de preço vezes a quantidade expressa no documento. As garantias e sistemática (antes de sua liquidação) são as mesmas da CPR física.

O CDA, criado em 2004, é emitido pelo depositante de um produto agropecuário em um armazém agropecuário. Compram o CDA investidores privados, pessoa física ou jurídica e agroindústrias. Sua liquidação é através da entrega do produto e sua garantia é a confiabilidade do emissor ou garantias adicionais mencionadas no título. Destaca-se em sua operacionalidade que o título é negociado em mercado de balcão ou de Bolsas e pode ser renegociado até seu vencimento.

O WA, criado em 2004, possui os mesmos emissores e compradores do CDA, com a exceção da possibilidade de compra por bancos. Sua forma de liquidação é o valor do título mais as taxas de juros predefinidas, as garantias e sistemática são as mesmas do CDA.

O CDCA, também criado em 2004, é emitido por pessoas jurídicas que atuam no beneficiamento, comercialização ou industrialização de produtos agropecuários. Os compradores são investidores, pessoa física ou jurídica. Sua liquidação é feita através do valor de resgate (valor de face) em que o comprador recebe do emissor do CDCA. A garantia é a confiabilidade do emissor. O CDCA também é negociado em mercado de balcão ou de Bolsas e pode ser renegociado até seu vencimento.

A LCA é emitida por instituições financeiras públicas ou privadas. Os compradores, formas de liquidação e operacionalidade são os mesmos que no CDCA. A garantia da LCA é a confiabilidade do emissor (bancos).

O CRA é emitido por companhias securitizadoras de Direitos Creditórios do Agronegócio. Os compradores e operacionalidade são os mesmos que no CDCA e da LCA. A forma de liquidação difere-se do CDCA e da LCA pois o comprador recebe o valor de resgate dos emissores dos DCAs que lastram o CRA e não dos emissores do CRA propriamente dito. A garantia do CRA é a confiabilidade do emissor (securitizadoras).

Portanto, cada um dos títulos lançados em 2004 e a CPR, de 1994, possui definições que os distinguem. No entanto, no que se refere aos lastros envolvidos em cada um é possível separá-los em dois grupos: de um lado estão a Cédula de Produto Rural (CPR), o Certificado de Depósito Agropecuário e o *Warrant* Agropecuário, do outro estão o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), a Letras de Crédito do Agronegócio (LCA) e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA).

Ao primeiro grupo (CPR, CDA e WA), Oliveira, Carvalho e Travassos (2009) atribuem o papel de “nova moeda” ao produtor rural, uma vez que o produtor pode adquirir liquidez ao vender a CPR ou o CDA e o WA lhes permite o levantamento de empréstimos ao conferir o direito de penhor sobre a mercadoria, o lastro destes três títulos é a própria mercadoria armazenada (CDA-WA) ou em produção (CPR).

O segundo grupo (CDCA, LCA e CRA) é composto por “títulos de crédito nominativos, de livre negociação, representativos de promessa de pagamento em dinheiro.” (OLIVEIRA, CARVALHO, TRAVASSOS, 2009, p. 2), estes títulos são lastreados nos Direitos Creditórios do Agronegócio (DCA) que podem ser, entre outros, os títulos do primeiro grupo.

Devido a esta posição em relação ao lastro, estes dois grupos de títulos atuam na ampliação da dinâmica do Agronegócio em papéis complementares: os títulos do primeiro grupo servem de base ao desenvolvimento dos do segundo que, por sua vez, conseguem maximizar a entrada de investidores na dinâmica.

O CDCA, a LCA e o CRA possuem atuações semelhantes no Agronegócio, os três podem ser comprados por Investidores privados, pessoa física ou jurídica; são lastreados pelos DCAs, como dito acima; e são liquidados pelo Valor de Resgate (Valor de Face). Os títulos diferem-se principalmente em relação aos emissores e às garantias.

A Cédula de Produto Rural (CPR), lançada em 1994 em sua versão *física*, institucionalizou um processo que vinha sendo praticado no mercado rural brasileiro desde o

século XIX (BACHA, 2012). Em 2000 surge a alternativa de liquidação financeira da CPR, este processo, segundo Souza e Bacha (2009) abriu caminho para a criação dos demais mecanismos de financiamento privado do Agronegócio, lançados em 2004.

Segundo Bacha (2012), o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e o *Warrant* Agropecuário (WA), em seu lançamento, eram vistos como potenciais proporcionadores de mudanças na dinâmica do comércio agropecuário, pois permitiriam as negociações sem transferências de mercadorias. O CDA é um título que atesta uma quantidade de produto agropecuário depositado em um armazém que atende às exigências previstas na nova lei de armazenagem e o WA é um título de crédito que confere o direito de penhor sobre o produto representado pela CDA. No cadastro da CDA não constam os valores da mercadoria depositada, apenas a descrição e especificação do produto, por este motivo são apresentados no trabalho apenas as quantidades negociadas de CDA/WA.

Oliveira, Carvalho e Travassos (2009) realizaram uma análise dos novos instrumentos de financiamento rural sob duas perspectivas, uma similar à deste trabalho, através de dados do período 2005 a 2009, e uma segunda de grande relevância: foram realizadas, em 2006, uma série de entrevistas com especialistas ligados a instituições do setor rural brasileiro, a ideia foi confrontar as expectativas destes especialistas em 2006 com o desempenho real dos mecanismos até 2009.

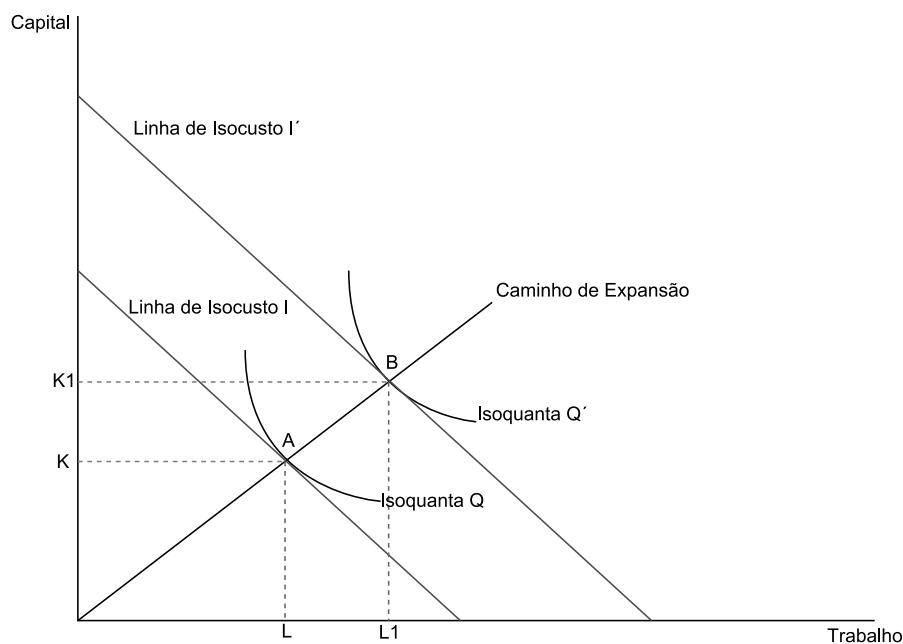
Nas entrevistas, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) obteve as maiores notas nas respostas, ou seja, era a ferramenta mais atraente e com o maior potencial segundo os especialistas. As vantagens da ferramenta destacadas na época foram: a menor quantidade de encargos financeiros (juros, IOF, CPF, IR), a melhora no fluxo de caixa e índices financeiros, a possibilidade de transferência dos recebíveis via cessão fiduciária, a possibilidade de planejamento do momento da emissão e a possibilidade de acesso a outras linhas de crédito. Um dos especialistas chegou a dizer que o CDCA era o grande título dos novos papéis. A análise do desenvolvimento do CDCA aponta para um cenário distinto do identificado pelos especialistas, a ferramenta não teve um desempenho ruim, apesar de um início demorado, porém ficou aquém do esperado, Oliveira, Carvalho e Travassos (2009) citam que o grande problema da ferramenta foi o fato esta se limitou à atuação de pessoas jurídicas, ou seja, não pode ser utilizada por produtores apenas com CPF.

É preciso levar em conta que em 2006, o cenário apontava para uma forte utilização do CDCA por usinas de açúcar e álcool, isto pode ter tido influência na opinião dos especialistas.

3. REFERENCIAL TEÓRICO

Os novos mecanismos de financiamento, assim como o Crédito Rural oficial, têm influência nas possibilidades de produção dos produtores. Através destes recursos, os produtores podem atingir novas linhas de isocusto e, ao adquirirem mais insumos, conseguem atingir novos níveis de produção.

Segundo Pindyck e Rubinfeld (2006), uma firma opta pela combinação de insumos que minimiza seus custos para obter um determinado nível de produção. Supondo um modelo de dois insumos, Trabalho e Capital, a Figura 3 ilustra este processo. A linha de isocusto representa as combinações possíveis dos insumos que podem ser adquiridas com um mesmo custo, a linha de isoquanta representa as combinações de insumos que resultam numa mesma produção. Os pontos de tangência entre estas duas linhas representam as formas mais baratas de serem atingidas as produções de LK e $L1K1$ unidades, respectivamente, pontos A e B na Figura 3. A curva que conecta estes pontos é chamada Caminho de Expansão e ilustra a combinação de insumos que minimiza os custos na obtenção de cada nível de produção, assumindo que no Longo Prazo, todos os insumos são variáveis.



Fonte: Elaboração própria, adaptado de Pindyck e Rubinfeld (2006).

Figura 3. Caminho de Expansão no Longo Prazo.

4. METODOLOGIA

O principal instrumento metodológico utilizado no trabalho foi a consulta a fontes secundárias de dados relacionados ao tema em discussão. A partir dos resultados encontrados, foi realizada uma análise descritiva, visando compreender o papel dos mecanismos de financiamento privado no Agronegócio brasileiro atual. Os dados analisados compreendem o período de dezembro de 2004 a abril de 2014.

As principais fontes de pesquisa foram: a CETIP, BM&FBovespa, Banco Central do Brasil, e o Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento.

A CETIP, integradora do mercado financeiro, detém cerca de 90% dos registros dos ativos do agronegócio (até 2012) e os dados são disponibilizados em três categorias: Quantidade de Registros, que mostra a quantidade negócios de cada título registrados em seu sistema; Negociações Definitivas, dado que aponta o total de negociações encerradas, ou seja, valor dos contratos que foram liquidados no período; e Estoque Valorizado, que mostra o valor total dos negócios em aberto registrados no sistema, seu valor é calculado por: *Preço Unitário da Curva x Quantidade Depositada na data*. O Preço Unitário da Curva é o preço de um ativo calculado de acordo com a remuneração do papel determinada no documento da relação entre investidores e emissores, incluindo o prêmio, se houver. Ou seja, o Estoque Valorizado é o volume total dos títulos abertos e registrados na CETIP e não demonstra, necessariamente, a liquidez que este título propiciou ao mercado, representa o estoque de títulos disponível para negociação (MAGGIONI, 2009).

A BM&FBovespa disponibiliza dados diários das negociações dos títulos do Agronegócio. Dados do Crédito Rural oficial foram retirados Anuário Estatístico do BACEN de 2012. O Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento disponibiliza informações anuais detalhadas das fontes de recurso do Crédito Rural. O Ministério da Fazenda disponibiliza informações detalhadas das despesas do Tesouro Nacional.

Os dados pesquisados nas fontes citadas formaram o conjunto de informações que fundamentaram a análise do desempenho dos mecanismos de financiamento privado do Agronegócio e de sua posição na dinâmica do setor feita neste trabalho.

5. DESEMPENHO DOS NOVOS MECANISMOS DE FINANCIAMENTO PRIVADO DO AGRONEGÓCIO

Bacha e Silva (2005) identificaram que parte dos objetivos do lançamento dos mecanismos de financiamento privado do setor rural em 2004 seria a redução da importância dos recursos oriundos dos cofres públicos para o financiamento das atividades agrícolas no país. Como dito anteriormente no trabalho, a composição dos recursos do Crédito Rural foi bastante alterada desde a criação da SNCR nos anos 60, a participação do Tesouro Nacional passou de 87% nos anos 80 para 1,5% no final dos anos 90.

Pelas alterações das fontes de recursos do Crédito Rural oficial, Toschi (2006) argumenta que a partir da década de 90 o Governo Federal passou cada vez mais a adotar um comportamento com características de regulador do crédito no setor rural. Do ponto de vista da exploração do potencial do Agronegócio no Brasil, o plano Real foi fundamental ao possibilitar atuações num ambiente estável e de baixa inflação. Neste cenário o Governo iniciou uma reforma da política agrícola com a adoção de taxa de juros fixa. Entretanto, a política de câmbio valorizado adotada nos anos iniciais do plano Real foi prejudicial ao financiamento rural, pois criou uma tendência de diminuição da rentabilidade da produção à exportação. Dessa forma, o Governo se viu obrigado a conceder subsídios no crédito rural (apesar das restrições impostas pelo plano). Este cenário perdurou até a adoção do sistema de taxa de câmbio flutuante, em 1999 (TOSCHI, 2006).

Os primeiros 10 anos do plano Real tiveram grande influência na forma de atuação do Governo Federal no desenvolvimento rural brasileiro, passando de principal gerador de recursos para regulador e estimulador do Crédito Rural, os Recursos do Tesouro Nacional, representavam 29,3% do Crédito Rural no ano-safra 1994/95 e caíram para 2% em 2003/04. Houve, no período, uma inversão de papéis na composição dos recursos. Os Recursos Obrigatórios, fundamentados pela estabilidade econômica e baixa inflação tornaram-se a principal fonte de recursos com 38,9% em 2003/04. Destaca-se também o aumento da participação dos recursos da Poupança Rural e do BNDES/FINAME, que segundo Toschi (2006) é a principal fonte de recursos do crédito destinado ao investimento.

Pinto et al. (2008) argumentam que as transformações econômicas da década de 90 no Brasil tiveram especial impacto nas relações com o mercado internacional e que a mudança de postura assumida pelo Governo no período refletiu-se também na abertura comercial do país, movimento que prejudicou o desenvolvimento sustentável das exportações. Com o intuito de

diminuir este desequilíbrio, ações de reestruturação das políticas de exportação foram ampliadas a partir de 1996, o programa de equalização das taxas de juros ganhou força. O Tesouro Nacional, que teve sua participação direta no Crédito Rural reduzida, passa a ter maior influência indireta equalizando a taxa de juros para os programas de investimento do BNDES/FINAME e Poupança Rural (TOSCHI, 2006).

Outra medida adotada, em 1997, e que acentuou o caráter menos intervencionista do Governo Federal foi o Contrato de Opções de Venda (COV), o COV é um instrumento de apoio à Política de Garantia de Preços Mínimos (PGPM) e que foi lançado com o objetivo de assegurar a rentabilidade adequada aos produtores e preços acessíveis aos consumidores - como a PGPM - mas desvinculando deste processo o dispêndio imediato de recursos públicos (RAMOS, 2009).

Estas informações demonstram que os novos mecanismos, lançados em 2004, entram num cenário bastante reduzido em termos de despesas do Tesouro Nacional no setor rural. Dados dos anos seguintes mostram que houve uma diminuição ainda maior. Na Tabela 1 estão os percentuais de participação dos recursos do Tesouro no crédito rural desde a safra 2003/04.

Tabela 1. Participação do Tesouro Nacional nos recursos do Crédito Rural. 2003/04 a 2012/13.

Fontes	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Recursos do tesouro	2,2	4,7	0,5	1,2	0,7	0,5	0,5	0,2	0,1	0,1

Fonte: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (2014).

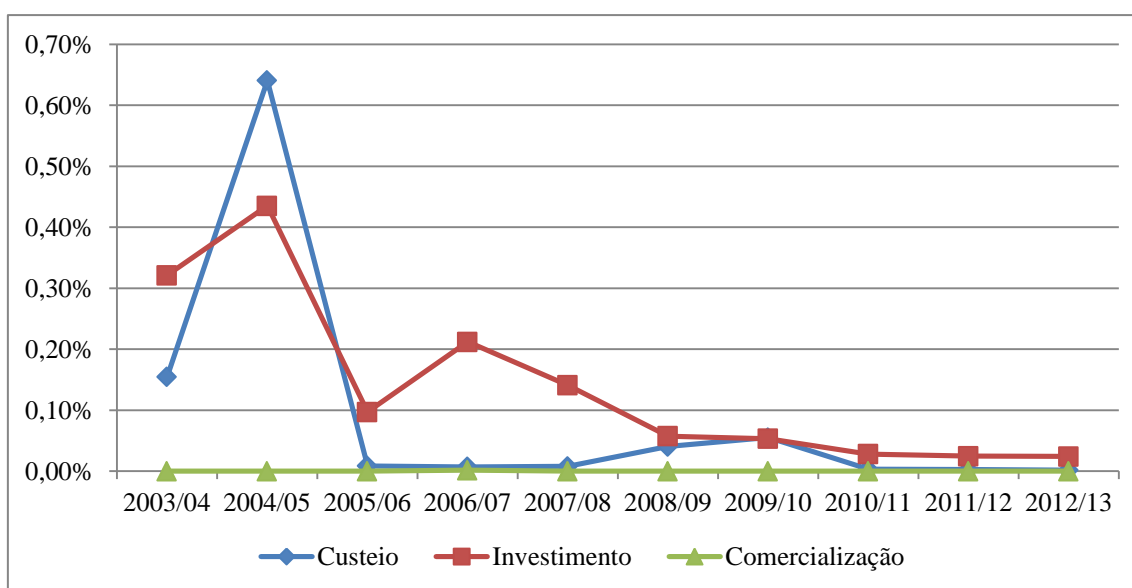
Numa análise análoga, na Tabela 2, é possível notar que as despesas do Tesouro Nacional com o crédito rural representavam 0,48% das despesas totais do Tesouro na safra 2003/04 e nos últimos anos este valor caiu para 0,03%.

Tabela 2. Recursos do Tesouro Nacional aplicados no Crédito Rural e Despesas totais do Tesouro Nacional – 2003/04 a 2012/13. Valores em R\$ (Milhões).

	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	01/12	12/13
Tesouro: Credito Rural	766	2.015	229	549	416	315	409	145	126	133
Despesas Totais do Tesouro	160.899	187.312	216.644	248.838	279.734	321.900	377.159	462.276	464.532	512.875
%	0,48	1,08	0,11	0,22	0,15	0,10	0,11	0,03	0,03	0,03

Fonte: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (2014) e Ministério da Fazenda (2014).

Abrindo os valores do crédito rural por finalidade (Custeio, Investimento e Comercialização) é possível verificar que desde a safra 2003/04 as despesas do Tesouro Nacional com o Crédito Rural tiveram uma significativa redução nos três tipos de emprego do Crédito. Em 2004/05 as despesas com Custeio e Investimento tiveram uma breve ampliação, mas os anos seguintes mostram um cenário de redução e atualmente há um pequeno valor de despesas com o investimento, tendo as duas demais linhas um valor bem próximo a zero. A Figura 3 apresenta esta evolução ocorrida na última década.



Fonte: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (2014) e Ministério da Fazenda (2014).

Figura 3. Participação dos recursos do Tesouro Nacional no Crédito Rural por sua finalidade em relação ao total de despesas do Tesouro. 2003/04 a 2012/13.

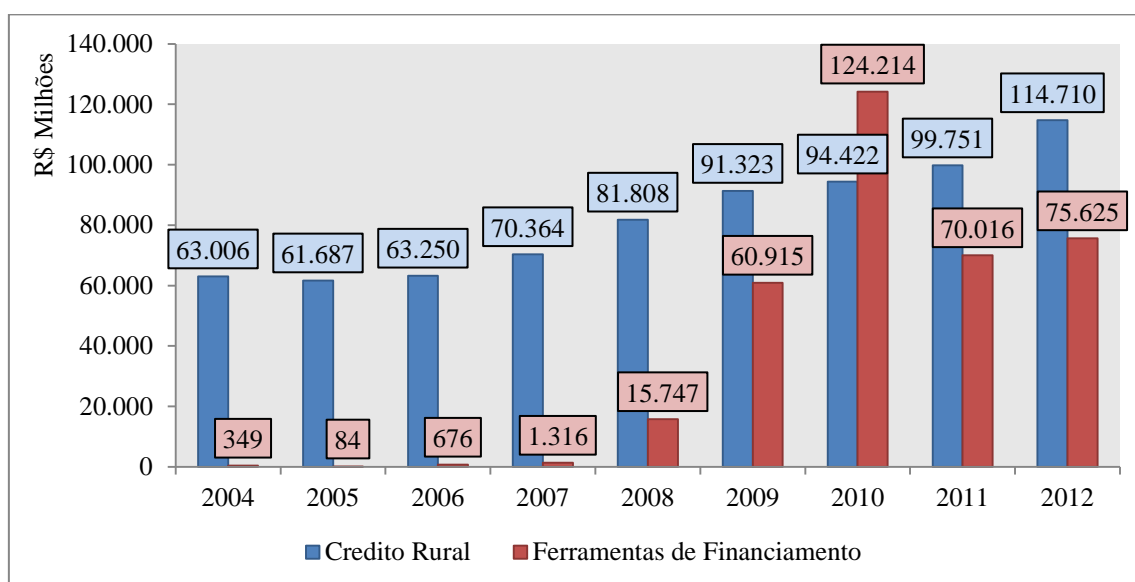
Os números da figura 3 relacionam-se com o objetivo de redução dos gastos do Tesouro com a atividade rural brasileira dos mecanismos de 2004 identificado por Bacha e Silva (2005), mas o contexto referente à participação do Tesouro no meio rural em que são inseridos os mecanismos possui uma complexidade maior do que a análise direta deste quadro possibilitaria. Houve um realinhamento das fontes de recursos do crédito Rural nos últimos anos e este cenário aponta para uma alteração no comportamento do Governo no desenvolvimento rural, passando a assumir a posição de regulador e incentivador.

Conforme dito anteriormente no trabalho, os dados de crédito no setor rural brasileiro, no início da década de 2000, apontavam para uma redução do Crédito Rural oficial e, sendo assim, os mecanismos lançados em 2004, somados à Cédula do Produtor Rural, possuíam o caráter de grandes alternativas ao Crédito Rural oficial, ou seja, suplantariam uma deficiência

de crédito do mercado. Números recentes, porém, apontam para um cenário diferente: o crescimento dos mecanismos de financiamento privado foi acompanhado pela retomada do crescimento do Crédito Rural oficial e hoje, as duas ferramentas compõem um quadro promissor do financiamento no setor rural. Quadro este em que os mecanismos não assumem o papel de substitutos mas de complementares ao Crédito Rural no desenvolvimento do setor rural brasileiro.

A influência da evolução dos mecanismos privados de financiamento do Agronegócio na redução dos gastos do Tesouro no Crédito Rural torna-se, portanto, menos importante em face das grandes alterações das fontes de recurso mencionadas acima.

De qualquer forma, o fato é que nos anos iniciais dos mecanismos os números foram pouco expressivos mas desde 2008 estes números foram ganhando expressão e em 2010 chegaram a superar o Crédito Rural, muito alavancados pelo exponencial crescimento da Letra de Crédito Agropecuário nos últimos anos da década de 2000. A figura 4 apresenta a evolução anual dos mecanismos de financiamento privado do agronegócio em números consolidados desde sua criação em 2004 comparando-a ao desenvolvimento do Crédito Rural no mesmo período.



Fonte: Anuário estatístico do BACEN (2012) e CETIP. (*) IGP-DI – Índice Médio Anual

Figura 4. Mecanismos de financiamento privado do Agronegócio e Crédito Rural (Valores Corrigidos *) – 2004 a 2012. (R\$ Milhões).

A seguir será mostrada a evolução dos mecanismos de financiamento privado do agronegócio, a análise é baseada nos dados da CETIP e BM&FBovespa e contemplam a quantidade de registros mensais de cada instrumento, o valor das negociações definitivas e o estoque valorizado.

Na Tabela 3 são apresentados os dados anuais de registros dos ativos na CETIP, com os valores financeiros das negociações, a quantidade de registros de cada instrumento, os valores médios das negociações de cada ativo e, como critério de comparação, são apresentados os valores do Crédito Rural oficial para o período de 2004 a 2012.

A importância da LCA é bastante clara ao serem comparados valores e quantidades das negociações definitivas dos ativos, em 2010 o ativo sozinho alcançou valores superiores aos do Crédito Rural oficial. Com uma importância menor e com exceção da CPR, os demais ativos também mostraram uma evolução desde sua criação. O CDCA atingiu R\$ 2 bilhões em 2012, o CRA atingiu R\$ 700 milhões em 2013. A CPR não teve uma evolução significativa no período contando, inclusive, com uma forte queda no final dos anos 2000, passando de R\$ 1 bilhão em 2009 para R\$ 120 milhões no ano seguinte. Os valores médios das negociações registradas na CETIP também são demonstrados na Tabela 3, é possível notar que a CDCA e a CRA possuem altos valores médios, já a LCA e a CPR possuem valores médios menores, mas uma quantidade de registros substancialmente maior.

A diferença entre os emissores e compradores dos títulos pode ser uma explicação a este comportamento em relação aos valores médios e quantidade de registros. A LCA, por exemplo, é emitida por instituições financeiras. Estas possuem atuação bastante consolidada no mercado e, por isso, têm baixa necessidade de investimento em estruturação. Isso permite o lançamento de títulos de menor valor.

Por outro lado, o CRA é de emissão exclusiva de companhias securitizadoras. Operações de mercado que envolvem este tipo de companhia possuem uma complexidade relativamente maior do que as tradicionais e, por isso, possuem custos fixos maiores em sua estruturação. Por este motivo os negócios de CRA tornam-se viáveis apenas para operações de alto valor para que estes custos seja mais diluídos.

Tabela 3. Mecanismos de Financiamento Privado do Agronegócio – 2004 a 2014*. Valor Financeiro (R\$ Milhões) e Quantidade de Registros.

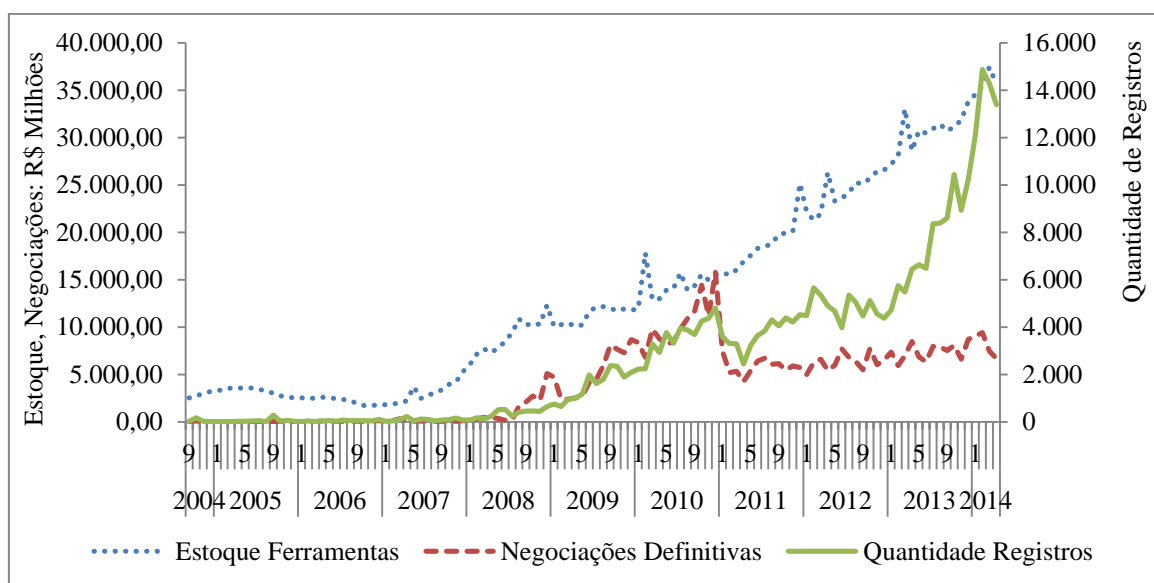
Ano	CDA/WA			CDCA			CPR			CRA			LCA		
	Valor	Registros	Valor Médio	Valor	Registros	Valor Médio	Valor	Registros	Valor Médio	Valor	Registros	Valor Médio	Valor	Registros	Valor Médio
2004							136	226	0,6						
2005				25	24	1,0	59	484	0,1						
2006				441	160	2,8	235	364	0,6						
2007				941	334	2,8	339	709	0,5				35	36	1,0
2008				1.622	542	3,0	657	1.532	0,4	2	2	1,0	13.465	2.185	6,2
2009				1.609	506	3,2	1.030	1.089	0,9	22	10	2,2	58.254	16.988	3,4
2010				1.007	226	4,5	121	311	0,4	266	23	11,6	122.821	42.175	2,9
2011				1.103	227	4,9	123	300	0,4	340	18	18,9	68.450	44.258	1,5
2012				2.089	260	8,0	271	434	0,6	211	41	5,2	73.258	57.198	1,3
2013	26	712	0,0	1.165	131	8,9	434	395	1,1	726	323	2,2	86.329	88.919	1,0
2014	3	171	0,0	236	25	9,4	768	152	5,1	466	218	2,1	31.089	54.097	0,6
Total	29	890	0,0	10.238	2.435	4,2	4.175	5.996	0,7	2.034	635	3,2	453.701	305.856	1,5

Total - Mecanismos				Crédito Rural
Ano	Valor	Registros	Valor Médio	Valor
2004	136	226	0,6	63.006
2005	84	508	0,2	61.687
2006	676	524	1,3	63.250
2007	1.316	1.079	1,2	70.364
2008	15.747	4.261	3,7	81.808
2009	60.915	18.593	3,3	91.323
2010	124.214	42.735	2,9	94.422
2011	70.016	44.803	1,6	99.751
2012	75.830	57.933	1,3	114.710
2013	88.680	90.480	1,0	
2014	32.563	54.663	0,6	
Total	470.177	315.812	1,5	-

Fonte: Adaptado de CETIP e anuário estatístico do BACEN (2012). *Dados até Abril/2014

A evolução dos mecanismos pode ser entendida através da análise entre os dados de Estoque Valorizado, Quantidade de Registros e Negociações Definitivas. A Figura 5 demonstra a evolução mensal dos mecanismos de financiamento privado do Agronegócio como um todo, ou seja, a soma dos registros mensais da CPR, CDA/WA, CDCA, CRA e LCA.

É possível perceber que, até o final de 2007, os títulos tiveram pouca representação, o Estoque Valorizado das ferramentas permaneceu entre R\$ 2 bilhões e R\$ 4 bilhões e foi bastante influenciado pela CPR no período. A partir de 2008 o número de registros passou a crescer, hoje os mecanismos chegam a 14.882 registros gerando um Estoque de R\$ 37,43 bilhões (Fev/2014). É preciso destacar o volume das negociações em 2010, ano em que o valor das negociações dos mecanismos foi superior ao Crédito Rural, apenas em dezembro daquele ano, o valor das negociações foi R\$ 15,8 bilhões.



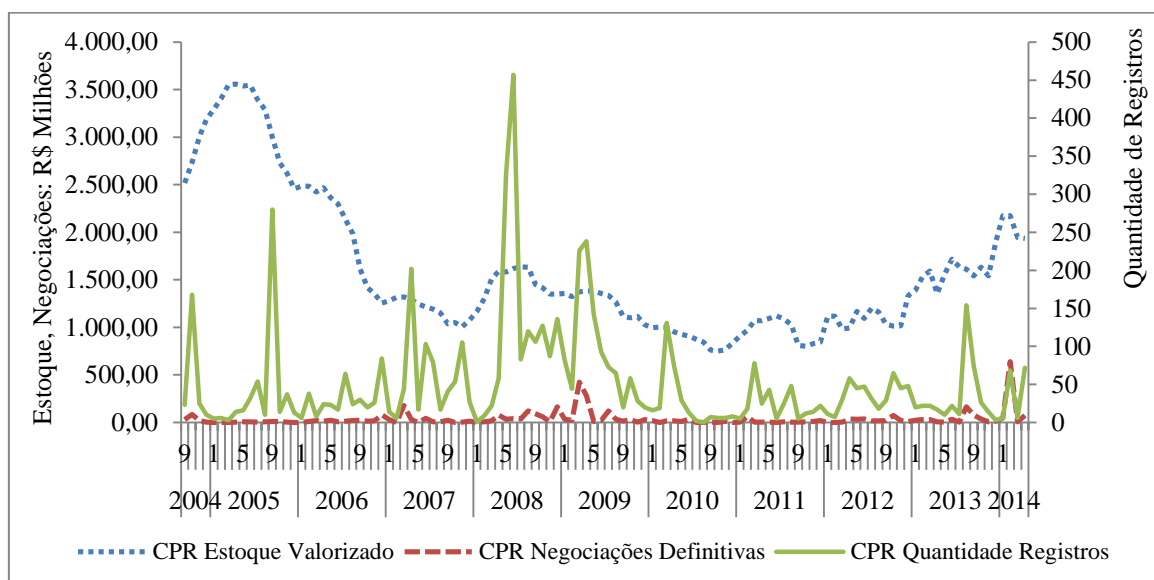
Fonte: CETIP e BM&FBovespa.

Figura 5. Mecanismos de financiamento privado do Agronegócio: Estoque Valorizado (R\$ Milhões), Negociações Definitivas (R\$ Milhões) e Quantidade de Registros – 2004 a 2012.

A Cédula do Produtor Rural (CPR) foi lançada em 1994 e possui um quadro distinto dos demais mecanismos, sua atuação no mercado se encontra mais consolidada. Talvez por este motivo a ferramenta não apresente uma evolução expressiva desde 2004. A Figura 6 apresenta os dados da CPR no período de 2004 a 2014, é possível perceber uma significativa redução do Estoque Valorizado ao final de 2005 e pela quantidade de Registros é possível notar uma sazonalidade com picos e vales nas quantidades registradas.

Segundo Souza e Bacha (2009), após a criação da CPR-financeira (2000) houve um grande aumento na quantidade de registros e valor das CPR. Os primeiros dois anos do período analisado neste trabalho mostram essa ascensão iniciada em 2000. A partir de 2006, porém, iniciou-se uma redução do mecanismo. Para Souza e Bacha (2009) esta redução está ligada à inadimplência de grandes produtores no período 2006 a 2008 que levou a não renovação de parte das CPR.

O Quadro A2 (Apêndice), elaborado por Souza e Bacha (2009), apresenta as principais vantagens e desvantagens dos mecanismos. Entre as desvantagens da CPR, estão os custos de registro, baixas remunerações e dificuldades de fiscalização. Por outro lado, a captação a taxas abaixo do mercado, remuneração garantida e lastro em produto real são as vantagens destacadas.



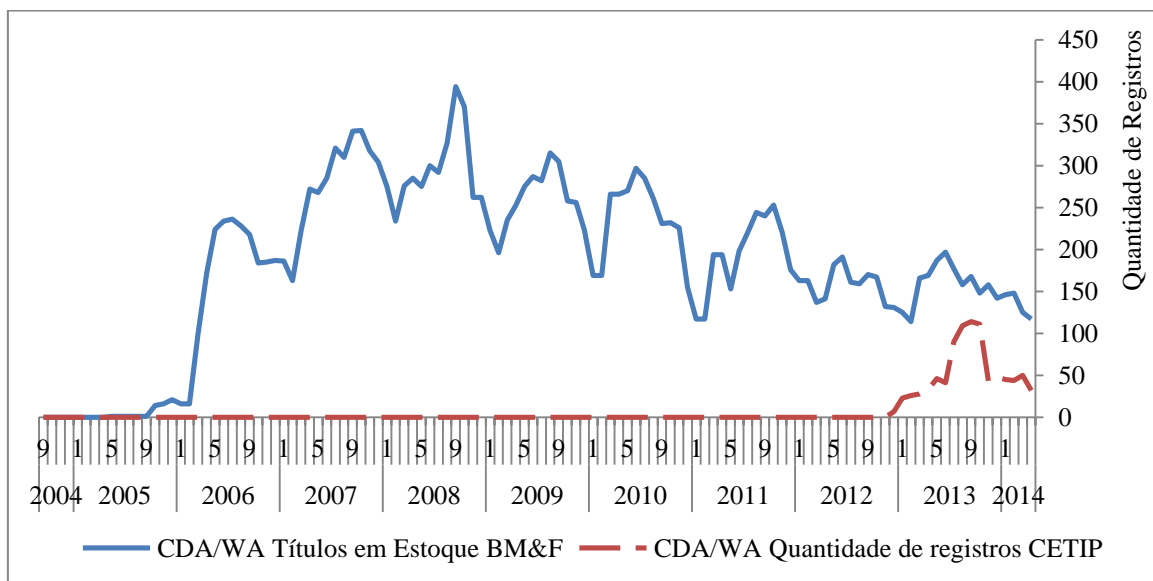
Fonte: CETIP.

Figura 6. Cédula do Produtor Rural: Estoque Valorizado (R\$ Milhões), Volume negociado (R\$ Milhões) e Quantidade de Registros – 2004 a 2014.

O Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e o *Warrant* Agropecuário (WA) tiveram um baixo volume de registros na CETIP no período. Por este motivo, na Figura 7 é apresentada, além dos dados da CETIP, a quantidade de títulos em estoque registrados na BM&FBovespa, ou seja, o total de títulos em aberto em cada mês (formato disponibilizado pela companhia). É possível notar que o maior volume de títulos em estoque registrados na BM&F foi obtido em 2008, quando foram atingidos 394 registros. Até o final de 2012, não

havia nenhum registro do título na CETIP, no ano de 2013, porém, foram registrados 712 títulos.

As desvantagens do CDA/WA apontadas por Souza e Bacha (2009) são os custos de registro, a variação de preços do produto e as dificuldades de fiscalização e risco moral do armazém, as vantagens diferem-se das da CPR apenas pela garantia real dada aos investidores.



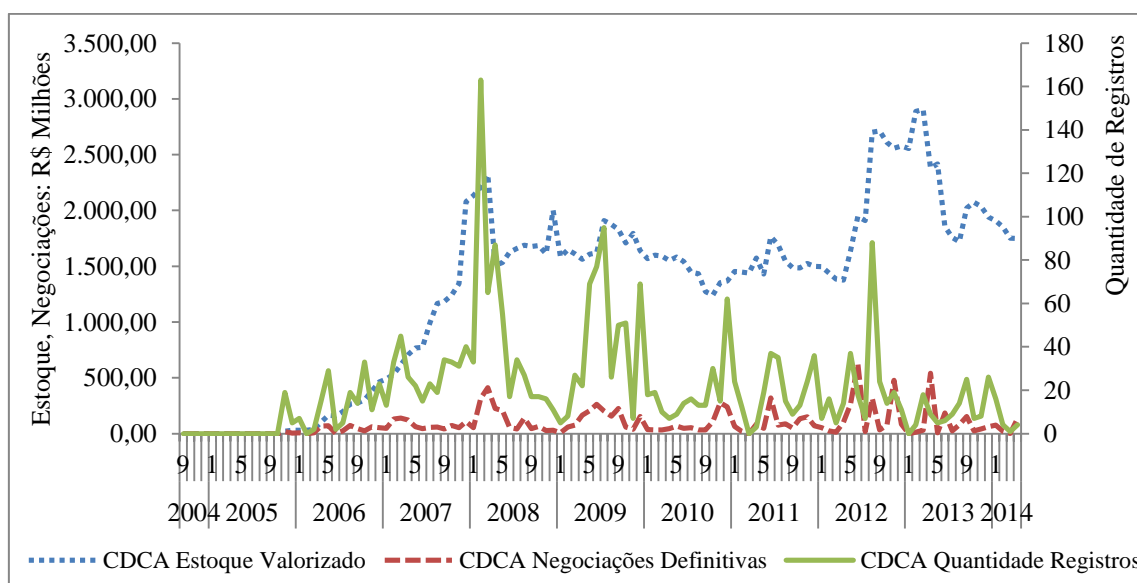
Fonte: BM&FBovespa.

Figura 7. Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e *Warrant* Agropecuário (WA). Total de Títulos em Estoque na *BM&FBovespa* e Quantidade de Registros Mensais na *CETIP* – 2004 a 2014.

O Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) são títulos que contribuíram com uma importante alteração no Agronegócio brasileiro. Antes de 2004, quando um agente financeiro, uma agroindústria ou uma cooperativa financiava um produtor rural, até que fosse liquidado, este título permanecia com o credor. Este processo engessava a dinâmica do financiamento rural pois privava o credor de liquidez impedindo-o de fazer novos financiamentos. Com a Lei n. 11.076 de 30/12/2004, os agentes detentores podem securitizar estes títulos representativos de financiamento agropecuário e, assim, emitir novos títulos (CDCA, LCA ou CRA) lastreados nos anteriores que podem ser vendidos a investidores. Com esta liquidez, o agente financeiro, agroindústria ou cooperativa pode financiar um novo produtor rural, ampliando a dinâmica do Agronegócio. As principais

diferenças entre o CDCA, a LCA e o CRA referem-se aos emissores e garantias envolvidas. (BACHA, 2012)

A evolução do CDCA, título emitido por uma agroindústria, é apresentada na Figura 7, observa-se que houve um rápido crescimento em 2007/08 e após o período o título se manteve razoavelmente estável. Desde sua criação o maior valor em estoque foi R\$ 2,9 bilhões em Março de 2013 e destaca-se o ano de 2008, quando foram registrados 542 negócios na CETIP, apenas em janeiro daquele ano foram feitos 163 registros. Após esta rápida expansão no início de 2008, o CDCA permaneceu estável até o início de 2013, quando atingiu os maiores patamares desde sua criação. Souza e Bacha (2009) apontam que as principais desvantagens do CDCA são: Valores de face podem sofrer variações, possui um mercado secundário limitado e o risco do emissor. As vantagens destacadas pelos autores: captação a taxas inferiores às do mercado, lastro real e garantias adicionais no título.



Fonte: CETIP.

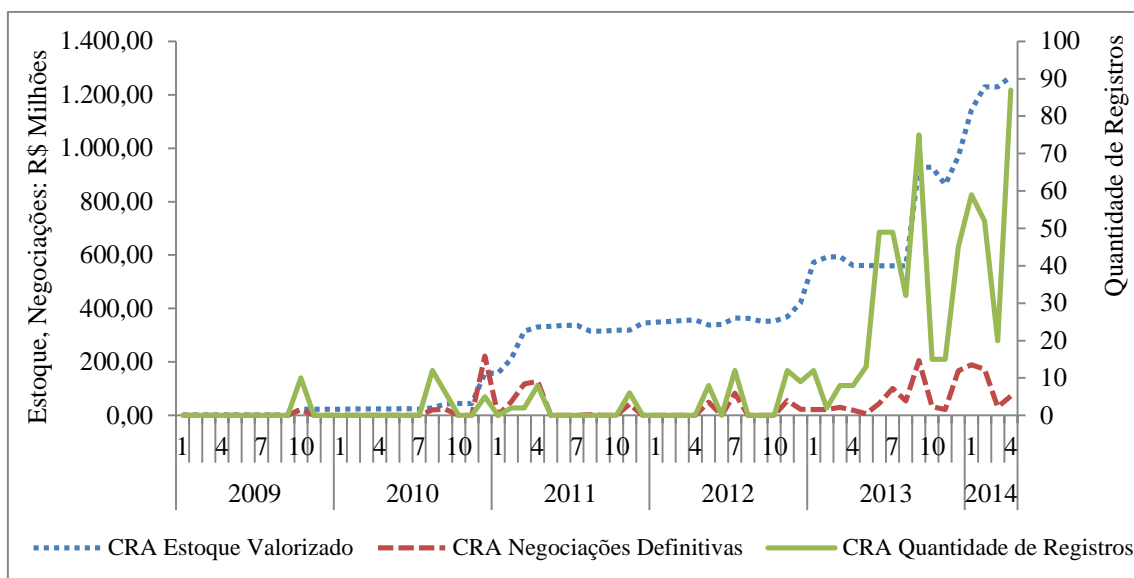
Figura 8. Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio: Estoque Valorizado (R\$ Milhões), Volume negociado (R\$ Milhões) e Quantidade de Registros. 2004 a 2014.

O Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) pode ser emitido por companhias securitizadoras de DCAs, dos títulos lançados em 2004, o CRA foi o que teve o menor desenvolvimento nos 10 anos. Dados recentes (2013 e início de 2014), porém, mostram que o título tem ganhado força e o Estoque Valorizado chegou a R\$ 1,2 bilhões em Março/2014.

O CRA teve seu primeiro registro apenas em 2009, ou seja, cinco anos após seu lançamento. Conforme destacado por Oliveira, Carvalho e Travassos (2009) em análise recorrente na literatura em relação às possibilidades de desenvolvimento dos mecanismos em seus anos iniciais, o CRA possuía uma dificuldade a mais que os demais pois para que seu desenvolvimento fosse possível era necessária primeiro a consolidação das empresas securitizadoras no país, tendo em vista que estas empresas são as emissoras dos títulos. A Figura 9 mostra a evolução do CRA desde 2004 e é possível identificar que o título possuiu um início tardio porém teve um crescimento importante a partir de 2011.

Dados de outubro de 2014 (não contemplados no período estudado neste trabalho) mostram um quadro ainda mais promissor: a CRA atingiu um estoque de R\$ 1,7 bilhões. Este grande avanço está ligado à emissão de um CRA de R\$ 675 milhões, maior de sua história. A captação dos recursos foi feita pela Raízen, produtora de açúcar e etanol e a emissão foi feita pela securitizadora Gaia Agro. O objetivo inicial da Raízen era a captação de R\$ 500 milhões mas, devido à forte demanda de investidores, este número foi ampliado. Este aumento conferido em outubro/14 representou uma variação de 98% do estoque de CRA quando comparado com 2013. (CETIP, 2014)

A emissão de uma CRA deste porte demonstra que o mercado está se tornando mais preparado para receber este tipo de investimento e aponta, portanto, que a consolidação das empresas securitizadoras, entrave destacado por Oliveira, Carvalho e Travassos (2009), está sendo encaminhada.



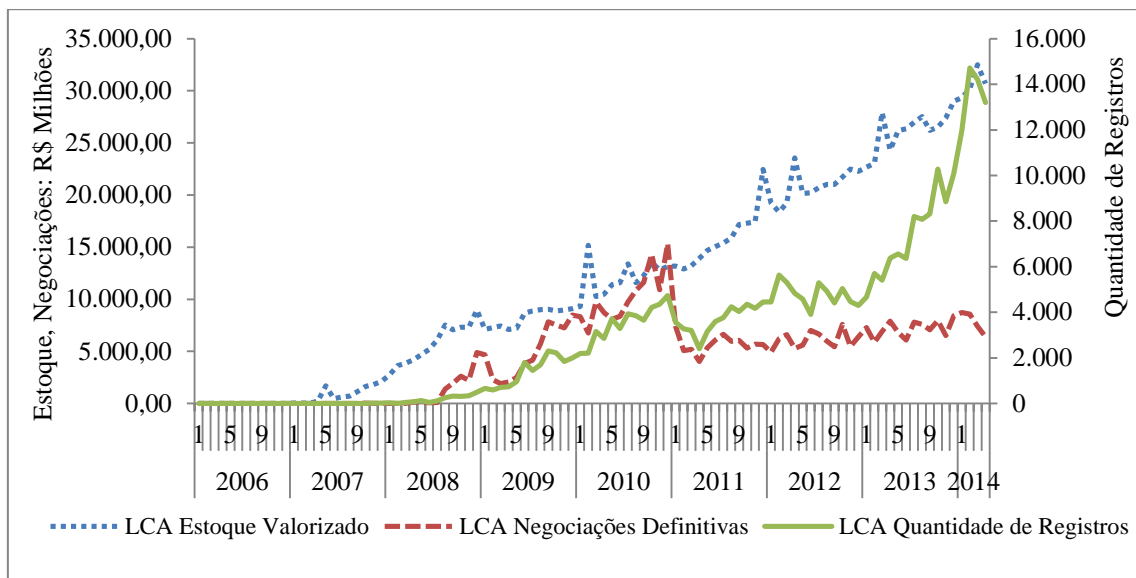
Fonte: CETIP.

Figura 9. Certificado de Recebíveis do Agronegócio: Estoque Valorizado (R\$ Milhões), Volume negociado (R\$ Milhões) e Quantidade de Registros – 2004 a 2014.

A Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) é o principal título em quantidade de Registros, Negociações Definitivas e Estoque Valorizado dentre os títulos lançados em 2004. Em 2010, o valor das negociações definitivas da LCA superou o valor do crédito rural. Nos anos seguintes, apesar de as negociações terem sido reduzidas, o Estoque Valorizado e a Quantidade de Registros tiveram grande crescimento, o Estoque chegou a R\$ 32 bilhões, com 14.714 registros em Fevereiro/2014. Este número representou um aumento de 27% em 12 meses.

A LCA, assim como o CDCA e o CRA, possui um grande benefício ao investidor pessoa física, este fica isento do pagamento de imposto de renda sobre os juros que recebe. Isto tem gerado uma grande procura por parte deste tipo de investidor nos três títulos. A LCA ganha destaque em relação aos outros dois justamente pois a garantia do investidor é dada pelo emissor e neste caso, quem o faz é um banco. Outra vantagem da LCA é que, a partir de maio/2013, passou a ser coberta pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC). O FGC é uma entidade privada que administra um mecanismo de proteção a investidores e permite a recuperação – até determinado valor – de créditos mantidos em instituições financeiras em caso de intervenção, liquidação ou falência (CETIP, 2014).

Este conjunto de vantagens fez com que a LCA se destacasse tornando-se o principal mecanismo de financiamento privado do Agronegócio até o momento. Sua evolução pode ser vista na Figura 10.



Fonte: CETIP.

Figura 10. Letra de Crédito Agropecuário: Estoque Valorizado (R\$ Milhões), Negociações Definitivas (R\$ Milhões) e Quantidade de Registros – 2004 a 2014.

5.1. OBJETIVOS PROPOSTOS POR BACHA E SILVA (2005)

Após o lançamento dos mecanismos de financiamento privado do agronegócio em 2004, Bacha e Silva (2005) identificaram os seguintes objetivos aos títulos: aumentar a participação do setor privado no financiamento do agronegócio, aumentar a disponibilidade de capital para o setor, proporcionar um maior capital de giro dentro do próprio sistema e aliviar os cofres públicos que não possuem capital suficiente para atender toda a demanda por crédito rural.

Bacha e Silva (2005) citam neste último objetivo que os mecanismos auxiliariam a aliviar os cofres públicos na demanda por Crédito Rural. Desde o final da década de 90 houve uma importante alteração na alocação das fontes de recursos destinadas ao Crédito Rural, neste processo as fontes do Tesouro Nacional foram amplamente reduzidas e ganharam espaço os Recursos Obrigatórios, a Poupança Rural e o BNDES/FINAME. Ainda assim, observou-se um grande crescimento do Crédito Rural a partir da metade da década de 2000. Portanto, a concretização do objetivo proposto por Bacha e Silva (2005) foi bastante influenciada por um processo que não dependeu dos mecanismos lançados em 2004. Hoje, mesmo num cenário de crescimento do Crédito Rural oficial, existe pouca aplicação direta de capital dos cofres públicos nas atividades rurais. Neste cenário o Governo adotou um papel de incentivador e regulador do mercado ao invés de principal gerador de recursos como era até a década de 90.

Os mecanismos de financiamento privado podem ter suprido uma necessidade de liquidez no mercado rural brasileiro que apenas o Crédito Rural não seria capaz, ou seja, a atuação em conjunto das duas formas de financiamento do Agronegócio, pública e privada, contribuíram para o desenvolvimento recente do setor sem que, para isso, tenha sido atingido o esgotamento dos cofres públicos.

O terceiro objetivo proposto por Bacha e Silva (2005), “proporcionar um maior capital de giro dentro do próprio sistema”, está bastante ligado ao desenvolvimento dos títulos CDCA, LCA e CRA pois, conforme destacado por Bacha (2012), até 2004 quando um agente financeiro, agroindústria ou cooperativa financiava um produtor rural através de um título (CPR, por exemplo), até sua liquidação o título deveria ficar na mão do credor, reduzindo sua liquidez e impossibilitando-o de realizar novos financiamentos, ou seja, os três títulos atuam justamente nesta falha existente até 2004. O grande desenvolvimento da LCA no período

analisado neste trabalho aponta para uma boa evolução do cumprimento do objetivo proposto por Bacha e Silva (2005).

Uma questão limitadora do desenvolvimento dos mecanismos e que, de certa forma, ainda é um entrave ao cumprimento efetivo dos objetivos propostos por Bacha e Silva (2005) está relacionada à falta de preparo do mercado tanto por parte dos emissores quanto compradores. Segundo Oliveira, Carvalho e Travassos (2009), esta falta de preparo atinge potenciais demandantes dos títulos, agentes que ainda desconhecem seu funcionamento. O desenvolvimento recente do CRA, que possui a maior complexidade no que se refere ao funcionamento, demonstra que o mercado tem se tornado mais preparado para uma melhor utilização dos mecanismos de financiamento privado na dinâmica do Agronegócio.

Os dois primeiros objetivos – aumentar a participação do setor privado no financiamento do agronegócio e aumentar a disponibilidade de capital para o setor – são complementares e estão ligados ao fato de que o Crédito Rural oficial não é suficiente para atender à necessidade de capital que o mercado rural brasileiro demanda. O fato de a grande evolução dos mecanismos nos últimos cinco anos ter sido acompanhada de perto pela retomada do crescimento do Crédito Rural mostra isto. A dinâmica do Agronegócio brasileiro têm se adaptado à oferta tanto do capital público, através do Crédito Rural, quanto do capital privado, através dos novos mecanismos.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os dados levantados nesta pesquisa foram conclusivos e mostram que os mecanismos de financiamento privado do Agronegócio possuem, hoje, um importante papel no financiamento do Agronegócio brasileiro. Possibilitaram a entrada de novos agentes, aumentaram a liquidez dos produtores, viabilizaram a criação de um mercado secundário de títulos do Agronegócio e diminuíram a dependência do setor no Crédito Rural oficial.

Os principais motivos do crescimento dos mecanismos estão ligados a: i) características de funcionalidade/garantias de cada um; ii) transformações ocorridas ao longo das duas últimas décadas na política de crédito rural; iii) uma maior adequação do mercado.

A LCA é o principal instrumento com um estoque atual de títulos em aberto de R\$ 32 bilhões (2014). Em crescimento desde 2009, o mecanismo sozinho alcançou níveis comparáveis ao Crédito Rural. O motivo de seu crescimento está ligado, principalmente, a dois fatores: i) a isenção de imposto de renda para o investidor “pessoa física”; ii) o fato de o título possuir a garantia de um banco.

O CDCA teve um bom início mas há alguns anos possui um quadro estabilizado com um estoque variando de R\$ 2 bilhões a R\$ 3 bilhões. Vale destacar, porém, que existia grande expectativa na literatura em relação ao CDCA à época de seu lançamento. Apesar de a ferramenta não apresentar resultados ruins, a ferramenta possui valores bem inferiores aos da LCA.

O CRA, apesar de ter tido o início mais tardio entre os mecanismos, apresenta uma evolução interessante no último ano e tem ganhado força no mercado. Caracterizada por emissões de altos valores para compensar seus altos custos fixos, o mecanismo têm potencial para chegar a valores próximos aos da LCA se emissões como a da Raízen, comentada no texto, passarem a ocorrer com maior frequência.

O desenvolvimento do CDA-WA constitui um importante benefício ao produtor rural, pois atua como uma “nova moeda”, aumentando a sua liquidez para custeio e investimento em novas produções. Como no cadastro do CDA-WA não são informados os valores financeiros é possível apenas a análise do crescimento dos registros, e neste detalhe sua evolução recente é promissora.

A estabilização da economia teve um papel fundamental em dois estágios desta dinâmica, primeiro possibilitou ao Governo uma reorganização das fontes de recursos do

Crédito Rural, alterando o papel do próprio governo neste contexto, passando de principal gerador de recursos a regulador. Em segundo lugar, a estabilização da economia possibilitou a criação e desenvolvimento de um mercado de títulos cujo objetivo é a atração do capital privado ao Agronegócio.

Nos primeiros anos de atividade dos mecanismos a falta de especuladores e inexperiência do mercado eram vistos como entraves a seu desenvolvimento. Porém, movimentos como o da emissão histórica do CRA em Outubro/14 e o grande desempenho da LCA mostram que o mercado destes títulos tem se adequado e pode crescer num futuro próximo.

Lançados num período em que o Crédito Rural oficial aparentava uma gradual redução em seu valor, os mecanismos foram vistos como principais alternativas de financiamento ao setor que poderia não mais contar com o antes essencial apoio do Crédito Rural. Os dados levantados neste trabalho, no entanto, apontam para um cenário diferente em que a dinâmica do Agronegócio é beneficiada por uma ação conjunta do capital público e privado. O Crédito Rural oficial passou por importantes alterações em suas fontes de recurso nas últimas duas décadas e isso permitiu que, apesar de a forte utilização do Tesouro Nacional não ser mais possível, o Crédito Rural continuasse evoluindo. Hoje se verificam níveis similares aos das décadas de 70, 80.

O volume de recursos disponibilizado ao setor através das negociações dos mecanismos não é, portanto, uma substituição ao volume que antes era disponibilizado pelo Crédito Rural, pois este também cresceu no período. Portanto, a absorção deste grande volume (mecanismos privados) pelo mercado mostra que havia um gargalo no funcionamento do Agronegócio brasileiro. Produtores rurais não conseguiam captar os recursos necessários a seu desenvolvimento. A grande procura recente pelos títulos revela que o mercado financeiro também possuía espaço para esta expansão.

Contudo, é preciso destacar que os mecanismos ainda atuam num mercado que, em alguns aspectos, possui complexidades ainda não absorvidas por investidores e produtores. Ainda existem potencialidades a serem exploradas, como é o caso do CRA. Se considerado que os primeiros cinco anos dos títulos revelaram uma participação muito baixa, o *verdadeiro* desenvolvimento dos mecanismos (e a assimilação do mercado) possui apenas cinco anos e pode ainda passar por algumas transformações antes de sua consolidação efetiva.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, L. F. de; ZYLBERSZTAJN, D. Crédito Agrícola no Brasil: uma perspectiva institucional sobre a evolução dos contratos. *Internext – Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, São Paulo, v. 3, n. 2, p. 267-287, ago./dez. 2008.

ARAÚJO, P. F. C. de. *Política de Crédito Rural: Reflexões Sobre a Experiência Brasileira*. Brasília: CEPAL-IPEA, 2011. (Textos para Discussão, 37).

BACHA, C. J. C. Economia e política agrícola no Brasil. São Paulo: Atlas, 2004.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Anuário Estatístico do Crédito Rural*. Brasília, vários anos.

BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em 30 de Setembro de 2014.

BRASIL, Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Disponível em: <<http://www.agricultura.gov.br>>; Acesso em 15 de Outubro de 2014.

BRASIL, Tesouro Nacional. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br>>; Acesso em 20 de Outubro de 2014.

BUAINAIN, A. M.; ALVES, E.; DA SILVEIRA, J. M.; NAVARRO, Z. Sete Teses Sobre o Mundo Rural Brasileiro. *Revista de Política Agrícola*, Ano XXII, N. 2, Abr/Mai/Jun. Brasília, 2013.

CETIP S.A. - Mercados Organizados. Disponível em: <www.cetip.com.br>. Acesso em 30 de Setembro de 2014

DOS SANTOS, R. B. N.; BRAGA, M. J. Impactos do Crédito Rural na Produtividade da Terra e do Trabalho nas Regiões Brasileiras. *Economia Aplicada*, v. 17, n. 3, 2013, PP. 299-324.

GASQUES, J. G.; VERDE, C. M. V.; DE OLIVEIRA, J. A. F. G. *Crédito Rural e Estruturas de Financiamento*. Brasília: IPEA, 2004. (Texto para Discussão, 1036).

GONÇALVES, J. S. *Nova Política Para a Agricultura Brasileira*. IEA/APTA, São Paulo, 2010.

MARQUEZIN, W. R.; PALMA E. DA S.; RODRIGUES M. A Importância do Crédito Oficial e da Cédula de Produto Rural para o Financiamento da Produção da Soja em Lucas do Rio Verde-MT no Período de 2004-2009. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL, 51, 2013, Belém: SOBER, 2013.

MAGGIONI, R. *Administração de Riscos na Estruturação de Cédulas de Crédito Bancário*. 2009. 83 p. Monografia (Bacharelado em Economia) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC.

OLIVEIRA, C.; CARVALHO, G. R. Financiamento da agricultura brasileira: os novos instrumentos de captação de recursos privados. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL, 44, 2006, Fortaleza: SOBER, 2006.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. *Microeconomia*. 6ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

PINTO, M. A. C.; ABUCHE, C. C.; CASTILHO, M. R.; SANTOS, L. P. R. DOS. *A Equalização de Taxas de Juros como Instrumento de Promoção das Exportações Brasileiras de Bens de Capital no Período 1994–2005*. Rio de Janeiro: IPEA, 2008. (Texto para Discussão, 1)

RAMOS, S. Y. *Panorama da Política Agrícola Brasileira: a Política de Garantia de Preços Mínimos*. Planaltina: Embrapa Cerrados, 2009.

RAMOS, S. Y.; JUNIOR, G. B. M. *Evolução da Política de Crédito Rural Brasileira*. Planaltina: Embrapa Cerrados, 2009.

SOUZA, J. V. P. *Novas Estratégias de Financiamento do Agronegócio: Uma Análise Sobre a Viabilidade de Emissão do CDCA pelas Cooperativas*. 2007. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto. Ribeirão Preto, SP.

SOUZA, W. R.; BACHA, C. J. C. A utilização dos novos instrumentos de crédito rural em estratégias de portfólios para diminuição do custo financeiro. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL, 47, 2009, Porto Alegre: SOBER, 2009.

SILVA, G de S. *Novos instrumentos de financiamento do agronegócio brasileiro e uma análise das alternativas de investimento para o CDA/WA*. 2006. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Universidade de São Paulo, Piracicaba, SP.

SILVA, G de S.; MARQUES, P. V. *Letra de Crédito do Agronegócio (LCA): Um Título de Crédito para o Financiamento do Agronegócio*. 2006. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Universidade de São Paulo, Piracicaba, SP.

SPOLADOR, H. F. S. *Reflexões sobre a Experiência Brasileira de Financiamento da Agricultura*. 2001. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Universidade de São Paulo, Piracicaba, SP.

STICCA, R. M. *Sistema Privado de Financiamento e Captação de Recurso para o Desenvolvimento do Agronegócio Brasileiro e Suas Cadeias Produtivas: Uma Análise dos Aspectos Contábeis e Tributários*. 2009. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto. Ribeirão Preto, SP.

TOSCHI, A. B. *As Fontes de Recursos do Crédito Rural No Brasil de 1994 a 2004*. 2006. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, Porto Alegre, RS.

VARIAN, H. R. *Microeconomia: Conceitos Básicos*. 7ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

WEDEKIN, I. A política agrícola brasileira em perspectiva. *Revista de Política Agrícola*, Brasília, n. esp., out. 2005.

APÊNDICES

APÊNDICE A

Quadro A1. Comparativo entre os instrumentos privados de financiamento do Agronegócio.

Características	CPR-Física	CPR-Financeira	CDA	WA	CDCA	LCA	CRA
Denominação	Cédula de Produto Rural-Liquidação física.	Cédula de Produto Rural - Liquidação financeira.	Certificado de Depósito Agropecuário.	Warrant Agropecuário.	Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio.	Letra de Crédito do Agronegócio.	Certificado de Recebíveis do Agronegócio.
Data e Norma de Criação	Lei nº 8.929 de 22-8-1994.	Medidas provisórias 2.017, 2042 e 2.117 (de 2000), convertidas na Lei nº 10.200 de 14-2-2001.	Lei nº 11.076 de 30-12-2004.	Lei nº 11.076 de 30-12-2004.	Lei nº 11.076 de 30-12-2004.	Lei nº 11.076 de 30-12-2004.	Lei nº 11.076 de 30-12-2004.
Emissor	Produtor rural pessoa física, 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 agropecuário.	Depositante de produto agropecuário. Pessoa física ou jurídica responsável legal pelos produtos agropecuários entregues a um armazém agropecuário.	Pessoas jurídicas que trabalham no beneficiamento, comercialização ou industrialização de produtos agropecuários.	Instituições financeiras públicas ou privadas.	Companhias securitizadoras de Direitos Creditórios do Agronegócio (DCA).
Comprador	Investidores privados, pessoa física ou jurídica, agroindústrias, comerciantes exportadores e cooperativas.	Investidores privados, pessoa física ou jurídica (incluindo os bancos), agroindústrias, comerciantes exportadores e cooperativas.	Investidores privados, pessoa física ou jurídica, e agroindústrias.	Investidores privados, pessoa física ou jurídica, agroindústrias e bancos.	Investidores privados, pessoa física ou jurídica.	Investidores privados, pessoa física ou jurídica.	Investidores privados, pessoa física ou jurídica.
Sistemática	Emitida antes, durante e depois do plantio, bem como após a colheita. O produtor rural negocia com agroindústrias, comerciantes, exportadores e investidores em geral. O produtor rural emite a CPR e recebe o seu valor em dinheiro ou insumos. A CPR é endossável e renegociável.	Emitido antes, durante e depois do plantio, bem como após a colheita. O produtor rural emite a CPR e recebe o valor do título. O título é renegociável até o seu vencimento.	Emitido com o produto agropecuário depositado num armazém. Registrado em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo BACEN e negociado em mercado de balcão ou de Bolsas. Podendo ser renegociado até seu vencimento. Comercializado junto ou separadamente do WA.	Emitido junto com o CDA. Registrado em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo BACEN e negociado em mercado de balcão ou de Bolsas. Podendo ser renegociado até o seu vencimento. Comercializado junto ou separadamente do CDA.	Os Direitos Creditórios do Agronegócio (DCAs) compõem-se das notas promissórias rurais, duplicatas rurais, CPR, CDA, WA e demais contratos. Os DCAs são vinculados a um título de crédito denominado CDCA que é registrado em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo BACEN e negociados em mercado de balcão e de Bolsas. Podendo ser renegociado até o seu vencimento.	Os DCAs são vinculados a um título de crédito (LCA) que é registrado em um sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo BACEN. A LCA é negociada em mercado de balcão ou de Bolsas. Podendo ser renegociada até o seu vencimento.	Securitizadoras adquirem os DCAs que são vinculados a um título de crédito (CRA) que é registrado em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo BACEN e negociados em mercado de balcão ou de Bolsas. Podendo ser renegociados até o seu vencimento.
Forma de Liquidação	Entrega do produto agropecuário pelo produtor ao detentor da CPR-Física.	Preço físico ou índice de preço vezes a quantidade expressa na CPR. Pagamento em dinheiro ao detentor da CPR.	Entrega do produto agropecuário.	Valor do título mais a taxa de juros predefinida.	Valor do resgate (valor de face). O comprador (Investidor) recebe do emissor da CDCA.	Valor de resgate (valor de face). O comprador (Investidor) recebe do emissor da LCA.	Valor de resgate (valor de face). O comprador (Investidor) recebe dos emissores dos DCAs que lastram o CRA.
Garantia	Confiabilidade do emissor, aval bancário e/ou outras garantias.	Confiabilidade do emissor, aval bancário e/ou outras garantias.	Confiabilidade do emissor e/ou garantias adicionais mencionadas no título.	Confiabilidade do emissor e garantias adicionais do respectivo título.	Confiabilidade do emissor e garantias adicionais do respectivo título.	Crédito do emissor e garantias adicionais do respectivo título.	Crédito do emissor e garantias adicionais do respectivo título.

Fonte: Bacha (2012).

Quadro A2. Vantagens e Desvantagens de cada instrumento privado de financiamento do Agronegócio.

Investidores	CPR- Física e Financeira		CDA/WA		LCA		CDCA	
	Vantagens	Desvantagens	Vantagens	Desvantagens	Vantagens	Desvantagens	Vantagens	Desvantagens
Produtores Rurais	Captação a taxas abaixo do mercado livre	Custos de registro	Captação a taxas abaixo do mercado livre	Custos de registro	Captação a taxas abaixo do mercado livre	Custo pode variar para mais	Captação a taxas abaixo do mercado livre	Valor de face pode variar
Agroindústrias	idem	idem	idem	idem	idem	idem	idem	idem
Investidores	Remuneração garantida	Baixa remuneração	Garantia Real	Variação de preços do produto	Isenção IR ganho de capital pessoa física	Defasagem de indexadores	Lastro real	Mercado secundário limitado
Bancos	Lastro em Produto real	Dificuldades de fiscalização	Lastro em Produto real	Dificuldades de fiscalização e risco moral do armazém	Garantias adicionais no título	Risco do emissor	Garantias adicionais no título	Risco do emissor

Fonte: Souza e Bacha (2009).

APÊNDICE B

TABELA B1 – Dados utilizados na Figura 3. (R\$ Milhões)

Ano/Safra	Despesas Totais Tesouro	Cred Rural - Recursos do Tesouro - Custeio	Cred Rural - Recursos do Tesouro - Investimento	Cred Rural - Recursos do Tesouro - Comercialização	Cred Rural - Recursos do Tesouro - Custeio	Cred Rural - Recursos do Tesouro - Investimento	Cred Rural - Recursos do Tesouro - Comercialização
2003/04	160.898,77	249,30	516,70	0,10	0,15%	0,32%	0,00%
2004/05	187.311,51	1.199,90	814,90	0,00	0,64%	0,44%	0,00%
2005/06	216.643,66	18,79	210,57	0,00	0,01%	0,10%	0,00%
2006/07	248.838,32	17,45	527,37	4,05	0,01%	0,21%	0,00%
2007/08	279.733,56	21,58	394,05	0,13	0,01%	0,14%	0,00%
2008/09	321.900,38	130,07	184,82	0,01	0,04%	0,06%	0,00%
2009/10	377.158,55	207,86	200,89	0,00	0,06%	0,05%	0,00%
2010/11	462.276,32	15,88	129,14	0,00	0,00%	0,03%	0,00%
2011/12	464.532,44	11,45	114,24	0,00	0,00%	0,02%	0,00%
2012/13	512.874,80	8,65	123,95	0,28	0,00%	0,02%	0,00%

Fonte: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (2014) e Ministério da Fazenda (2014).

APÊNDICE C

QUADRO C1 – Fluxo Operacional LCA.



Fonte: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (2013).

QUADRO C2 – Fluxo Operacional CRA.



Fonte: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (2013).

QUADRO C3 – Fluxo Operacional CDCA.

Fluxo operacional do CDCA



1. O produtor ou cooperativa deseja financiar a compra de insumos agrícolas com lastro em recebível em uma revenda ou algum agente não financeiro que se disponha a financiar gastos de custeio (empresa supridora de insumos, empresa demandante da produção etc.). Emite uma CPR, por exemplo;
2. A empresa financiadora aprova a operação, libera os insumos. Fica com a CPR, por exemplo;
3. No passado, a empresa financiadora da operação só tinha a possibilidade de manter as CPRs na tesouraria até o vencimento, quando o produtor pagaria sua dívida. Agora, a empresa financiadora pode reunir lotes de CPRs e emitir CDCA com lastro nesses recebíveis;
4. Vende o CDCA no mercado de capitais;
5. Um investidor, interessado nas condições do CDCA, compra o título;
6. Com a receita da venda do CDCA, a cooperativa (ou empresa financiadora) obtém novos recursos para realizar novas vendas financiadas.

Na data do vencimento, o produtor paga sua dívida e resgata o recebível de sua emissão. No vencimento do CDCA, a empresa financiadora faz o pagamento ao investidor, resgatando o CDCA por ela emitido. O investidor se expõe ao risco da empresa emissora do CDCA.

Fonte: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (2013).

QUADRO C4 – Fluxo Operacional CDA-WA.



Fonte: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (2014).