

**UFRRJ**  
**INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS**  
**CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO,**  
**AGRICULTURA E SOCIEDADE**

**DISSERTAÇÃO**

**FINANCIAMENTO AGRÍCOLA NO BRASIL: UMA ANÁLISE**  
**DOS NOVOS TÍTULOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS**  
**PRIVADOS.**

**Clesiane de Oliveira**

**2007**



**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS  
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO,  
AGRICULTURA E SOCIEDADE**

**FINANCIAMENTO AGRÍCOLA NO BRASIL: UMA ANÁLISE  
DOS NOVOS TÍTULOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS  
PRIVADOS.**

**CLESIANE DE OLIVEIRA**

*Sob a orientação do professor*  
**Sérgio Pereira Leite**

Dissertação submetida como requisito parcial  
para obtenção do grau de **Mestre de Ciências  
Sociais em Desenvolvimento, Agricultura e  
Sociedade.**

Seropédica, RJ  
Agosto de 2007

**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS  
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO, AGRICULTURA E  
SOCIEDADE**

**CLESIANE DE OLIVEIRA**

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Ciências**, no Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento, Agricultura e Sociedade.

DISSERTAÇÃO APROVADA EM -----/-----/-----

---

Sérgio Pereira Leite (Dr) CPDA/UFRRJ  
(Orientador)

---

Gervásio Castro de Rezende (Dr) IPEA/UERJ

---

Renato Maluf (Dr) CPDA/UFRRJ

“Os desafios são tão amplos quanto as oportunidades. Enfrentar os desafios e aceitar as oportunidades pode ser o caminho mais breve para o desenvolvimento desses títulos agrícolas.”

(Trecho de entrevista)

## AGRADECIMENTOS

Ao CPDA pelas formas diferentes de enxergar o mundo e pelo convívio com alunos, professores e funcionários tão dedicados. Em especial ao professor Sérgio Pereira Leite pela orientação desse trabalho e pelo exemplo de profissional.

A todos entrevistados que participaram desse estudo principalmente ao Roberto Ricardo Barbosa Machado (Bob) que nunca mediu esforços para ajudar em momentos de dúvidas. A CETIP e a BM&F nos envios dos dados utilizados nas análises e a CAPES pela bolsa de fomento oferecida no curso.

A Gi (irmãzinha) pelo convívio tão gostoso de um ano mais pertinho, mesmo não sendo o lugar que queríamos, não podemos negar que foi tudo muito divertido.

Aos meus pais que sempre apoiaram minhas decisões confiando nas minhas escolhas. Obrigada pelo incentivo e pelo exemplo. Vocês são as fontes de minha inspiração, meu porto seguro, meu colo.

Ao Glauco por sua importância fundamental em todas as etapas desse trabalho (do título ao ponto final) e em todos os outros momentos da minha vida. Numa hora de dúvida ele usou a frase de Gary Herbert **“Se não você, então quem? Se não agora, então quando?”** por isso eu estou aqui hoje finalizando essa nova etapa.

A vocês toda minha gratidão e admiração.

## SUMÁRIO

RESUMO .....	viii
ABSTRACT .....	xi
LISTA DE FIGURAS .....	x
LISTA DE QUADROS .....	xii
LISTA DE TABELAS .....	xiii
LISTA DE SIGLAS .....	xiv
INTRODUÇÃO .....	1
CAPÍTULO I	
FINANCIAMENTO RURAL E O CENÁRIO AGRÍCOLA BRASILEIRO.....	4
1.1 Novas fontes e instrumentos de captação de recursos do setor privado.....	7
1.1.1 Cédula de Produto Rural (CPR).....	8
1.2 Novos instrumentos para um novo modelo de financiamento rural .....	11
1.2.1 Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e Warrant Agropecuário (WA).....	11
1.2.2 Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA).....	15
1.3 O Cenário agrícola brasileiro.....	23
1.3.1 A inadimplência do setor agrícola e o custo do capital para financiamento .....	26
CAPÍTULO II	
O CAPITAL FINANCEIRO NO CAMPO: PROLIFERAÇÃO DE MECANISMOS E APERFEIÇOAMENTO DE INSTITUIÇÕES.....	30
2.1 Movimento do capital e o sistema de crédito .....	30
2.2 O Sistema financeiro no desenvolvimento capitalista .....	33
2.2.1 O Banco do Brasil como principal financiador do setor agrícola.....	34
2.3 As inovações tecnológicas, o financiamento e as instituições financeiras no setor agropecuário .....	35
2.4. Os sistemas de registros de títulos agrícolas.....	38

2.4.1 O Sistema de Registro e Custódia de Títulos do Agronegócio (SRCA) - BM&F e BBM .....	39
2.4.2 O Sistema de Títulos do Agronegócio (STA) - CETIP.....	44
 CAPÍTULO 3	
O RISCO DE CRÉDITO E MECANISMOS DE PROTEÇÃO DE GARANTIA .....	49
3.1 Análise de concessão de crédito através de <i>rating</i> .....	53
3.1.1 Expansão do mercado de rating .....	54
3.2 O Seguro rural no Brasil.....	57
3.3 Securitização de recebíveis.....	62
 CAPÍTULO 4	
ANÁLISE DOS NOVOS INSTRUMENTOS DE FINANCIAMENTO AGRÍCOLA .....	66
4.1 Volume negociado e desempenho dos novos instrumentos de financiamento rural.....	66
4.1.1 Operações envolvendo LCA.....	67
4.1.2 Operações envolvendo CDA/WA.....	70
4.1.3 Operações envolvendo CDCA.....	71
4.1.4 Comparações entre os títulos .....	73
4.2 Obstáculos a serem superados e algumas questões importantes na construção e consolidação dos títulos agropecuários.....	78
4.2.1 Treinamento .....	78
4.2.2 Registro, recebíveis e custódia.....	79
4.2.3 Capacidade e qualidade dos armazéns .....	80
4.2.4 Taxa de juro .....	81
4.2.5 O papel do Banco do Brasil .....	82
4.2.6 Administradores de fundos e dubialidade da Lei 11.076 .....	83
4.2.7 <i>Rating</i> e seguro rural .....	84
CONCLUSÃO.....	86
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	88
APÊNDICE .....	95

## RESUMO

OLIVEIRA, Clesiane. **Financiamento agrícola no Brasil: uma análise dos novos títulos de captação de recursos privados.** 2007. 98p Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento, Agricultura e Sociedade). Instituto de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Seropédica, RJ, 2007.

Uma questão relevante do volume de financiamento da agricultura brasileira esta na viabilidade de novas fontes e instrumentos de captação de recursos. É consenso a necessidade de mecanismos eficientes de seguro e de financiamento da produção agropecuária. Nesse sentido, surgiram cinco títulos agrícolas criados pela Lei 11.076 de 30 de dezembro de 2004: o CDA (Certificado de Depósito Agropecuário), WA (Warrant Agropecuário), CDCA (Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio), LCA (Letras de Crédito do Agronegócio) e CRA (Certificado de Recebíveis Agropecuários). Esses títulos têm como objetivo tornar viável o acesso do produtor a recursos de mercado, aumentando sua disponibilidade para o setor, contribuindo para a redução dos custos desses recursos. No âmbito dos investidores institucionais surge mais uma opção de aplicação. Esse processo de transformação da política agrícola brasileira implica em modificações na estrutura de mercado e na inserção da agropecuária em toda a cadeia produtiva. Essas mudanças são fundamentais para a edificação do novo padrão de financiamento agrícola, mais inserido na lógica do sistema financeiro e menos dependente do Estado. Este trabalho analisa esses títulos agrícolas com o objetivo de avaliar seu desempenho e principalmente os desafios colocados para sua expansão. É feita uma breve descrição da conjuntura agrícola no momento em que esses instrumentos de financiamento foram criados, já que esse foi um fator determinante para seu desempenho nos dois primeiros anos após sua criação. Resgata-se a história da evolução do crédito rural no Brasil desde a criação do SNCR até os dias atuais, apóia-se na teoria da inserção do capital financeiro na agricultura para explicar como esse capital contribuiu para o aperfeiçoamento das instituições e para a criação de mecanismos capazes de oferecer suporte para esse novo contexto de se financiar a agricultura brasileira. Descreve-se então os sistemas de registro de títulos agrícolas, seus desafios e sua contribuição para o desenvolvimento e crescimento das novas alternativas para o financiamento agrícola, de forma mais transparente e segura. Discute a questão dos riscos envolvidos nessas operações com títulos agrícolas e as alternativas para minimização desses. A partir de toda essa análise conclui-se que alguns obstáculos ainda precisam ser transpostos para que essa proposta do governo deslanche. Mesmo assim, nesses dois anos após seu lançamento já se percebe um avanço e um otimismo por parte dos operadores de mercado em relação à expansão desses títulos.

**Palavras-chave:** Financiamento rural, Títulos agrícolas, Políticas agrícolas.



## ABSTRACT

**OLIVEIRA, Clesiane. Financing of Brazilian agriculture: the new instruments of captation of private resources.** 2007. 98p Dissertação (Mestrado in Development, Agriculture and Society). Institute of Sciences Social Human beings and, Agricultural Federal University of Rio de Janeiro, Seropédica, RIO DE JANEIRO, 2007.

The amount of money available to be invested in Brazilian Agriculture is related to the capability of getting new financial resources and its feasibility. There is no doubt regarding the necessity for more efficient mechanisms of insurance and Agricultural financing. In this way, five agricultural bond were created by Law 11.076 in December 30, 2004: the CDA, WA, CDCA, LCA and CRA. The goal of these agricultural bond is to make the market resources available and feasible to the producer. There is another possibility of investment when institutional investors are also considered. The process of change in the Brazilian agricultural policy involves alterations in both market framework and insertion of the agribusiness in the productive chain concept. These alterations are essentials for building a new pattern of agricultural financial, which means, more inserted into the financial system and less dependent on the government policy. The objective of this study is to evaluate the performance of the Brazilian Agriculture and the current challenges for its expansion. A brief description of the Brazilian agricultural situation during the creation of the five agricultural bond is done, since it is important for understanding its performance over the two first years. The history of the rural credit in Brazil is also discussed since the creation of the SNCR until the current days. The financial capital insertion theory in the agriculture was used to explain the role of this capital in the improvement of the institutions and in the creation of mechanisms capable to offer support to this new context of the Brazilian agriculture financing. After that, it is described the systems for recording the agricultural bond, including its challenges and contribution to the development and expansion of the new alternatives for agricultural financing in a safer and clear way. It has been also discussed the risks involved in operations with Agricultural bond as well as alternatives to minimize these risks. It can be concluded that some obstacles must be overcome in order to that this government proposal can finally take off. Even so, it can be noted optimism by the market operators regarding the expansion of those bond two years after it has been implemented.

**Keywords:** Agricultural financing, Agricultural bond, Agricultural Politics.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 01 - Fontes de financiamento do crédito rural.....	7
Figura 02 - Carteira total de crédito do Banco do Brasil por segmento.....	9
Figura 03 - Distribuição da carteira de crédito do Banco do Brasil no segmento agronegócio. .....	10
Figura 04 - Evolução das emissões de CPR do Banco do Brasil .....	10
Figura 05 - Esquema de operações com CDA-WA.....	12
Figura 06 - Características dos títulos.....	15
Figura 07 - Esquema de operações com CDCA .....	16
Figura 08 - Esquema de operação com LCA .....	17
Figura 09 - Esquema de operação com CRA .....	18
Figura 10 - Estimativa dos “subsídios” dados ao produtor no Brasil e em países selecionados .....	24
Figura 11 - Taxas de crescimento anuais da agropecuária, agricultura, pecuária e agronegócio brasileiro - 2000 a 2005. ....	25
Figura 12 - Comparação da produção de grãos e outras lavouras (R\$ bilhões). ....	25
Figura 13 - Dívida dos produtores rurais .....	27
Figura 14 - Percentual de produtores que conseguiram honrar seus compromissos financeiros no ano de 2006 .....	27
Figura 15 - Plataforma dos sistemas BM&F de agronegócios .....	39
Figura 16 - Sistemática de funcionamento do SRCA. ....	40
Figura 17 - Sistema de registro no SRCA envolvendo negociações com CPR.....	41
Figura 18 - Inserção de tipo de título .....	41
Figura 19 - Tipos de direitos creditórios .....	42
Figura 20 - Inserir registro (passo 1).....	42
Figura 21 - Inserir registro (passo 2).....	43
Figura 22 - Tela de relatório de posição de títulos (impressão) .....	44
Figura 23 - Troca de titularidade. ....	44
Figura 24 - Telas de funções, negociação e posição de ativos do sistema STA.....	45
Figura 25 - Telas de consulta, cadastramento e comandos/emissor do sistema STA.....	46
Figura 26 - Dados cadastrais e a relação de títulos registrados de sua responsabilidade .....	47
Figura 27 - Consulta a característica de determinado título do agronegócio. ....	47
Figura 28 - Composição do crédito por setor e por tomador .....	50
Figura 29 - Fluxo e análise de <i>rating</i> da operação realizada pela Usina Carolo com o CDCA. .....	57
Figura 30 - Apólices emitidas por Estado em 2005.....	58
Figura 31 - Características do seguro rural semelhantes em todos os países .....	59
Figura 32 - Diagrama de uma securitização de empréstimo .....	63
Figura 33 - Leilões LCA (taxa % ao ano) - médias por faixa de valor negociado. ....	68
Figura 34 - Emissão de LCA nos anos de 2005 e 2006 .....	69
Figura 35 - Número de LCA emitido por instituições financeiras na CETIP .....	69
Figura 36 - Número de CDA/WA negociados por produto em 2005 e 2006.....	70
Figura 37 - CDA/WA emitido mensalmente por instituições registradoras .....	71
Figura 38 - Número de CDCA emitidos mensalmente .....	72
Figura 39- Número de contratos de CDCA registrados na CETIP emitidos por instituição financeira.....	72
Figura 40 - Número de títulos emitido por ano .....	73
Figura 41 - Comparação entre os números de contratos por títulos na BM&F e na CETIP....	74

Figura 42 - Em qual título os entrevistados mais acreditam .....	75
Figura 43 - Taxa de juro real do Brasil comparada com 66 países analisados.....	82

## LISTA DE QUADROS

Quadro 01 - A política agrícola brasileira (1965/2004).....	8
Quadro 02 - Pontos relevantes com relação ao CDA/WA.....	14
Quadro 03 - Comparabilidade entre os papéis .....	18
Quadro 04 - Comparativo dos novos títulos: CDCA, LCA e CRA.....	19
Quadro 05 - Comportamento dos principais pontos do setor rural de 1994 a 2006.....	26
Quadro 06 - Classificação através do Índice de liquidez corrente.....	51
Quadro 07 - Classificação através do Índice de viabilidade econômica.....	52
Quadro 08 - Classificação dos beneficiários quanto as opiniões de crédito. ....	53
Quadro 09 - Escala de <i>rating</i> para emissões de títulos diversos .....	56
Quadro 10 - Mercado sem o produto do seguro rural desenvolvido .....	59
Quadro 11 - Vantagens e desvantagens da securitização:.....	65
Quadro 12 - Benefícios das instituições depois da criação dos títulos agrícolas. ....	74
Quadro 13 - Principais obstáculos para difusão de cada título.....	77
Quadro 14 - Principais dificuldades enfrentadas por setor entrevistado para expansão dos títulos agrícolas.....	77

## LISTA DE TABELAS

Tabela 01 - Despesas da união com renegociações .....	28
Tabela 02 - Preços de registro da CETIP .....	48
Tabela 03 - Comportamento do mercado de seguro agrícola no Brasil - R\$ milhões .....	58
Tabela 04 - Comportamento do mercado de seguro agrícola na Argentina, Espanha e Brasil em 2004 (US\$) .....	60
Tabela 05 - Seguro rural - subvenção ao prêmio e limite por produtor .....	61
Tabela 06 - Resultados do Programa de Subvenção ao Prêmio do Seguro Rural (2006) .....	61
Tabela 07 - Leilões de LCA realizados pelo Banco do Brasil .....	67

## LISTA DE SIGLAS

BM&F	Bolsa de Mercadorias e Futuros
IRB	Instituto de Resseguros do Brasil
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
FEBRABAN	Federação Brasileira dos Bancos
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CDCA	Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio
LCA	Letra de Crédito do Agronegócio
CRA	Certificado de Recebíveis do Agronegócio
CDA	Certificado de Depósito Agropecuário
WA	Warrant Agropecuário
BB	Banco do Brasil
BBM	Bolsa Brasileira de Mercadoria
SNCR	Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR)
PND	Plano Nacional de Desenvolvimento
PGPM	Política de Garantia de Preços Mínimos
PEP	Prêmio para Escoamento de Produto
BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
SPA	Secretaria de Política Agrícola
MAPA	Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento
CPR	Cédula de Produto Rural
CEPEA	Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada
CNA	Confederação da Agricultura e Pecuária do Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
FGV	Fundação Getúlio Vargas
OCDE	Organização para a Cooperação Econômica e o Desenvolvimento
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
STP	<i>Straight Through Processing</i>
CETIP	Câmara de custódia e liquidação
SRCA	Sistema de Registro e Custódia de Títulos do Agronegócio
STA	Sistema de Títulos do Agronegócio
RTM	Rede de Telecomunicações para Mercado
CDC	Crédito Direto ao Consumidor
IRB	Instituto de Resseguros do Brasil
SPE	Sociedade de Propósito Específico
FIESP	Federação da Indústria do Estado de São Paulo
DM	Duplicata Mercantil
DR	Duplicata Rural
NPR	Nota Promissória Rural
CRP	Cédula Rural Pignoratícia
CRPH	Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária
CRH	Cédula Rural Hipotecária
CCB	Cédula de Crédito Bancário
ANDA	Associação Nacional de Difusão de Adubos e Corretivos

## INTRODUÇÃO

O financiamento da agricultura tem sido um dos temas centrais nas discussões de política agrícola. Representantes dos setores público e privado têm colocado duas questões essenciais: a necessidade de mudança do modelo de financiamento e as restrições que a falta de crédito pode impor sobre o crescimento da produção agrícola. Essas questões vêm sendo objeto de estudo de diversos autores e órgãos de pesquisa ao longo das últimas cinco décadas. O centro das preocupações é a busca de novas fontes de recursos, capazes de atender às necessidades do setor, *vis-à-vis* a restrição orçamentária da esfera pública federal.

A agricultura brasileira não conta mais com a abundância de crédito como ocorreu nas décadas de 1960 e 1970. Neste período, o volume de recursos oficiais chegou a atingir 85% do PIB da agropecuária. Atualmente a tendência do governo tem sido distanciar-se do financiamento direto e usar outros instrumentos para alavancar recursos para o sistema de crédito.

Desde meados da década de 1980, as alternativas criadas e utilizadas pelo setor privado para o financiamento do setor agropecuário estão ocorrendo com maior frequência. Os diversos agentes envolvidos na produção e comercialização (entidades financeiras, agroindústrias, fornecedores de insumos, entre outros, e os próprios produtores) se tornaram responsáveis por boa parcela dos recursos aplicados na agropecuária.

A transição de um sistema basicamente sustentado pelo Estado, para um sistema cujos recursos sejam em grande parte, gerados pelo setor privado, tem levado o governo a buscar alternativas para o financiamento da agricultura. Apoiando a criação de novos instrumentos de captação, com o objetivo de atrair novos capitais para a aplicação no setor rural. O governo brasileiro decidiu abrir novas portas para que os agentes do agronegócio fossem buscar recursos no mercado e criou novos títulos para o setor.

Esses instrumentos surgiram após amplo debate entre o Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento, a Bolsa de Mercadorias e Futuros, o Instituto de Resseguros do Brasil, a Superintendência de Seguros Privados, a Federação Brasileira dos Bancos e a Comissão de Valores Mobiliários.

O Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) são títulos destinados ao refinanciamento de recebíveis originados nas relações comerciais entre produtores rurais e empresas que operam no setor. Outros dois novos títulos, o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e o Warrant Agropecuário (WA), devem conferir maior liquidez à comercialização. Esses títulos agrícolas surgiram a partir da edição da Lei 11.076, sancionada pelo presidente Luiz Ignácio Lula da Silva, em 30 de dezembro de 2004. O principal objetivo desses novos papéis, é que o agroempresário nacional possa captar recursos diretamente do setor financeiro, reduzindo assim a dependência do crédito rural oficial.

O objetivo deste trabalho é apresentar, analisar e discutir os novos instrumentos de financiamento rural: caracterizando sua operacionalização, analisando seu desempenho e levantando os principais gargalos para sua difusão. Serão abordados aspectos sobre a LCA, CDCA, CRA, CDA e WA.

Nesse estudo foi aplicada a pesquisa exploratória com o objetivo de proporcionar maior familiaridade com o problema, tornando-o mais explícito. Essa metodologia é utilizada especialmente quando o tema escolhido é pouco explorado, o que dificulta a formulação de hipóteses precisas e operacionalizáveis.

A análise exploratória foi desenvolvida a partir da literatura existente, baseada principalmente em artigos jornalístico já que os títulos agrícolas são relativamente recentes e a literatura sobre eles ainda é muito escassa. A outra parte da análise foi realizada através de consultas a especialistas usando entrevistas semi-estruturadas, que partem de certos

questionamentos básicos e oferece amplo campo de interrogativas. Nessa etapa do estudo foi possível obter informações importantes sobre esses instrumentos de financiamento, conduzindo o trabalho para uma discussão das principais questões relacionadas aos novos títulos de financiamento agrícola.

A identificação dos profissionais para realização das entrevistas ocorreu através de amostra por julgamento, onde o pesquisador usa o seu julgamento para selecionar os membros da população que são considerados boas fontes de informação.

Kinney e Taylor (1979) argumentam que é comum a escolha de *experts* (profissionais especializados) quando se trata de amostras por julgamento, escolhendo assim, elementos "típicos" e "representativos" para a pesquisa. A amostra por julgamento pode ser mais fidedigna e representativa que uma amostra probabilística.

Além do julgamento da pesquisadora na escolha dos profissionais que iriam fazer parte da pesquisa, contou-se também com o auxílio dos dois primeiros entrevistados, o representante da BM&F e da FEBRABAN. Contatos de prováveis especialistas que poderiam discutir sobre os títulos agrícolas, foram repassados a pesquisadora. A influência dos dois primeiros participantes facilitou o acesso às outras instituições entrevistadas na pesquisa.

Foram realizadas 14 entrevistas, no período de agosto a dezembro de 2006. Participaram dessa etapa, especialistas ligados a renomadas instituições como FEBRABAN, BM&F, Armazéns Columbia, Banco Votorantim, Banco Fibra, AgroSecurity Empresa de Insumo, ANDIMA, Usina de açúcar e álcool, Buranello e Passos Advogados, LFRating, EXPOCACER, Leme Armazéns Gerais, Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento, Banco do Brasil. (ANEXO I)

Preparou-se então um roteiro de entrevistas dividido em cinco partes, como, identificação dos entrevistados, o processo de criação dos títulos, institucionalidades e atores envolvidos, dificuldades enfrentadas, conjuntura e desafios. (ANEXO II)

Após avaliação das percepções levantadas nas duas primeiras reuniões, fez-se então, algumas alterações no roteiro de discussão. Essas modificações foram necessárias, visto que as opiniões dos indivíduos conduziram a pesquisa para a investigação de pontos mais relevantes. Os principais pontos explorados foram: registro dos títulos agrícolas, recebíveis usados nas operações, escolha dos sistemas para se fazer o registro, treinamento, risco, custódia, seguro e armazéns.

A maior dificuldade na aplicação do método foi com relação ao número pequeno de pessoas capacitadas e com conhecimentos para uma discussão mais ampla sobre esses títulos agrícolas. A princípio além das entrevistas com os participantes das instituições ligadas diretamente aos novos instrumentos de financiamento rural, iriam também ser aplicados questionários a outros grupos, como corretoras de valores, produtores e outras cooperativas. Porém, o desconhecimento sobre o tema por partes dos prováveis participantes impediu que se realizasse essa parte da metodologia.

No início o estudo iria ser focado nas análises da LCA, após as primeiras entrevistas, foi sugerido pelos entrevistados que a pesquisa não fosse direcionada somente a um instrumento de financiamento e sim que abrangesse todos os títulos discutindo principalmente os entraves para sua expansão.

O desempenho desses títulos foi analisado através das operações realizadas entre janeiro de 2005 e dezembro de 2006, englobando também informações qualitativas dos usuários. Os dados para realização dessa fase são disponibilizados e atualizados no SRCA (BM&F e BBM) e na CETIP, onde todos os títulos negociados são registrados.

Para atingir os objetivos, esse estudo é apresentado em quatro capítulos excluindo essa introdução. No Capítulo 1, expõe-se a evolução do crédito rural no Brasil desde a criação do SNCR até os títulos agrícolas instituídos pela Lei 11.076/04, com o objetivo de visualizar o processo de transformação sofrido pela política agrícola brasileira. Citando autores que



abordaram questões relacionadas ao crédito rural no Brasil, como, Dias e Amaral, Sayad, Leite, Gonçalves, Kageyama, Belik, Cyrillo, Helfand & Rezende, Bacha, Barros, Figueiredo, Gonzáles, Gasques & Villa Verde e outros. Além dessa discussão a respeito das mudanças sofridas pelo crédito rural brasileiro, o capítulo, também descreve a conjuntura agrícola nos anos de 2004 a 2006, constituindo um suporte para um melhor entendimento do período de análise desse estudo.

A finalidade do Capítulo 2 é desenvolver alguns pressupostos teóricos sobre o papel do sistema financeiro numa economia capitalista, é feita uma breve discussão a respeito do sistema de crédito e a inserção do setor agropecuário ao circuito do capital financeiro. Espera-se, com isso, desenvolver e incorporar as principais idéias e conceitos sobre as questões ligadas ao papel do financiamento numa economia monetária da produção. Abordam-se os sistemas de registro de títulos agrícolas, já que esse foi o principal ponto ressaltado pelos especialistas entrevistados nesse estudo, descrevendo detalhadamente sua organização e o funcionamento das Centrais de Registro, seus desafios e sua importância para a consolidação desses instrumentos de financiamento rural.

No Capítulo 3, tratamos de questões relacionadas ao risco envolvidos nas operações com títulos agrícolas e os mecanismos que estão sendo utilizados para minimização desses. Discutem-se questões relacionadas à *rating*, securitização, seguro rural, etc.

O Capítulo 4 analisa o desempenho dos títulos agrícolas, levanta-se e discute as principais questões colocadas como empecilhos a sua expansão, avaliando sua efetividade como mecanismos de financiamento rural. Por fim apresenta-se as conclusões.

## CAPÍTULO I

### FINANCIAMENTO RURAL E O CENÁRIO AGRÍCOLA BRASILEIRO

A agricultura brasileira sofreu intensa intervenção governamental até a segunda metade da década de 1980. Grandes volumes de subsídios foram injetados pelo governo através do crédito rural, durante as décadas de 1960 e 1970 (DIAS e AMARAL, 1999).

O Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR) foi criado na segunda metade da década de sessenta emergindo no bojo das reformas institucionais brasileiras com a necessidade de incentivar a expansão da produção, para garantir o abastecimento do país em um intenso processo de urbanização.

Segundo Sayad (1984) os objetivos do novo sistema eram incentivar a produção agrícola, proteger os pequenos produtores rurais e promover a modernização da agricultura. Pretendia garantir maior parcela de recursos financeiros para a agricultura, já que os bancos comerciais privados, sem o apoio desta legislação, não a atendiam satisfatoriamente. Além disso, muitos analistas apontavam que um desempenho mais razoável do setor agrícola quer em termos da produção, quer em termos da produtividade, dependia de oferta mais firme e estável de recursos financeiros. A modernização, em especial, era objeto prioritário da política de financiamento.

O SNCR cumpriu papel determinante na transformação da base técnica dos estabelecimentos agrícolas, no aumento da produtividade do setor, na consolidação dos complexos agroindustriais e cadeias agroalimentares e na integração dos capitais agrários à órbita de valorização do capital financeiro (LEITE, 2001).

Gonçalves et al. (2005, p.2) citam quatro grandes mudanças estruturais da década de 1970, principalmente no período do “Milagre Brasileiro”:

a) internalização da agroindústria de bens de capital e insumos como decorrência do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), promovendo as transformações previstas e não implementadas no Plano de Metas 1957-61 (KAGEYAMA et al., 1990 *apud* GONÇALVES et al. 2005);

b) a modernização da agropecuária com base no crédito rural subsidiado, que lastreou o avanço da demanda de insumos e máquinas para empreendimentos rurais (PINTO, 1980 *apud* GONÇALVES et al. 2005);

c) a consolidação das agroindústrias processadoras para produção de bens intermediários pela transformação de matérias-primas agropecuárias e das agroindústrias de alimentos para oferta de bens finais da agricultura (BELIK, 1994 *apud* GONÇALVES et al. 2005);

d) a profunda transformação do varejo com o surgimento e expansão dos supermercados e hipermercados, alterando de forma decisiva a estrutura de mercado e a formação de preços (CYRILLO, 1986 *apud* Gonçalves et al. 2004).

Essa modernização da agricultura estava ligada à adoção de pacotes tecnológicos que levou a um notável crescimento da produção agrícola, associada ao aumento do volume de crédito. No início dos anos 1970 o volume ofertado era de US\$ 6 a US\$ 7 bilhões/ano. Em meados desta mesma década já tinha atingido um patamar em torno de US\$ 25 bilhões/ano, gerando uma concentração fundiária e de renda (BELIK, 1998).

O SNCR apresentou-se deficiente com relação ao aspecto distributivo, já que houve uma concentração da oferta de crédito subsidiado para os grandes produtores e direcionado para as culturas de exportação (LEITE, 2001).

No início da década de 1980<sup>1</sup>, quando se configura a crise fiscal do Estado, a estratégia de desenvolvimento agrícola baseada no crédito rural subsidiado entra em decadência e se reduzem drasticamente os investimentos e os subsídios, pondo em dúvida a capacidade da agricultura de continuar a crescer.

Simultaneamente ao programa de crédito rural subsidiado, o governo interveio no sistema de preços relativos com políticas de estoques reguladores e medidas protecionistas tanto nos mercados de produtos quanto de insumos.

A PGPM<sup>2</sup> (Política de Garantia de Preços Mínimos) que foi expandida no início dos anos 1980 e atingiu níveis bem altos de atuação na segunda metade dessa década, mais precisamente no período em que a política de subsídios ao crédito rural estava sendo progressivamente reduzida. Tendo um caráter universal e gratuito, no sentido de que todos os agricultores podem solicitar o uso desse programa, desde que haja recursos disponíveis para executá-lo.

Na primeira metade da década de 1990 as dificuldades financeiras do Tesouro Nacional levaram a uma sensível diminuição na utilização da PGPM. Segundo Barros (1995: p.6):

Raras foram as ocasiões em que o governo foi capaz de divulgar os preços com a devida antecedência, colocar os recursos previstos em época oportuna para financiamento ou aquisição e gerenciar os estoques oficiais de molde a proporcionar estabilidade de preços nos mercados agrícolas.

A falta de recursos para executar a PGPM e a dificuldade de manusear e vender os produtos adquiridos levaram, a partir de 1997, o Governo a instituir o Prêmio para Escoamento de Produto (PEP). Nesse programa, o Governo Federal se compromete a comprar um produto agrícola a seu preço mínimo (via, por exemplo, AGF ou Contratos de Opção de Venda), mas evita de estocá-lo. Para tanto, o Governo Federal faz um leilão de prêmios para um arrematante adquirir o produto diretamente do produtor<sup>3</sup>. Através do PEP o Governo Federal tem sido mais seletivo nos produtos e regiões a serem beneficiadas com a PGPM (FIGUEIREDO, 2003).

O cenário vivenciado pela agricultura nos anos 1990 caracterizou-se por um crescimento da produtividade com área relativamente constante, e preços desfavoráveis, na maior parte da década. A escassez de crédito forçou os produtores a buscar alternativas que substituíssem o financiamento público das safras e da comercialização (GONZALEZ, 1999).

Esse movimento pode ser percebido desde meados da década de 1980. No início dos anos 1990 as alternativas criadas e utilizadas pelo setor privado para superar as dificuldades de financiamento ao setor agropecuário ocorreram com maior ênfase. É a partir dessa época que os diversos agentes envolvidos na produção e comercialização (incluindo entidades

---

<sup>1</sup> A partir de então surge necessidade de fazer uso de recursos inflacionários para financiar o setor agrícola. O Governo passa a emitir títulos públicos para captar recursos para o crédito rural.

<sup>2</sup> Segundo Helfand e Rezende (2001) esse programa era baseado em Aquisições do Governo Federal (AGF) e Empréstimos do Governo Federal (EGF) para garantir o preço mínimo.

<sup>3</sup> Para entender o PEP, considere-se três agentes econômicos: Governo Federal, produtores (que podem ser representados pelas cooperativas) e arrematantes (comerciantes ou indústrias). O Governo Federal garante ao produtor a compra de um produto ao preço mínimo de  $x$  reais por unidade. Se o preço de mercado for menor do que este valor, o produtor deseja vender o produto ao Governo Federal. Para tanto, o Governo Federal faz um leilão, entre os arrematantes, do menor prêmio que eles desejam receber do governo para adquirir o produto dos produtores ao preço de  $x$  reais por unidade. O governo seleciona a oferta com o menor deságio.

financeiras, agroindústrias, revendedores de insumos, entre outros, e os próprios produtores) se tornaram responsáveis por uma parte dos recursos aplicados na agropecuária.

Na década de 1990, mudou o padrão de financiamento da agricultura. Embora não se possa dizer que o novo arranjo configure um modelo estável e sustentável. O Estado brasileiro passou a privilegiar novos instrumentos de política agrícola, como reação à crise fiscal dos anos 1980 e à mudança no padrão de desenvolvimento na virada da década de 1990. No lugar do clássico mecanismo de empréstimos com garantia de compra, que transferiam o risco da comercialização para o governo, foram adotados programas cujo objetivo era manter o risco com o produtor e minimizar o impacto sobre os gastos públicos.

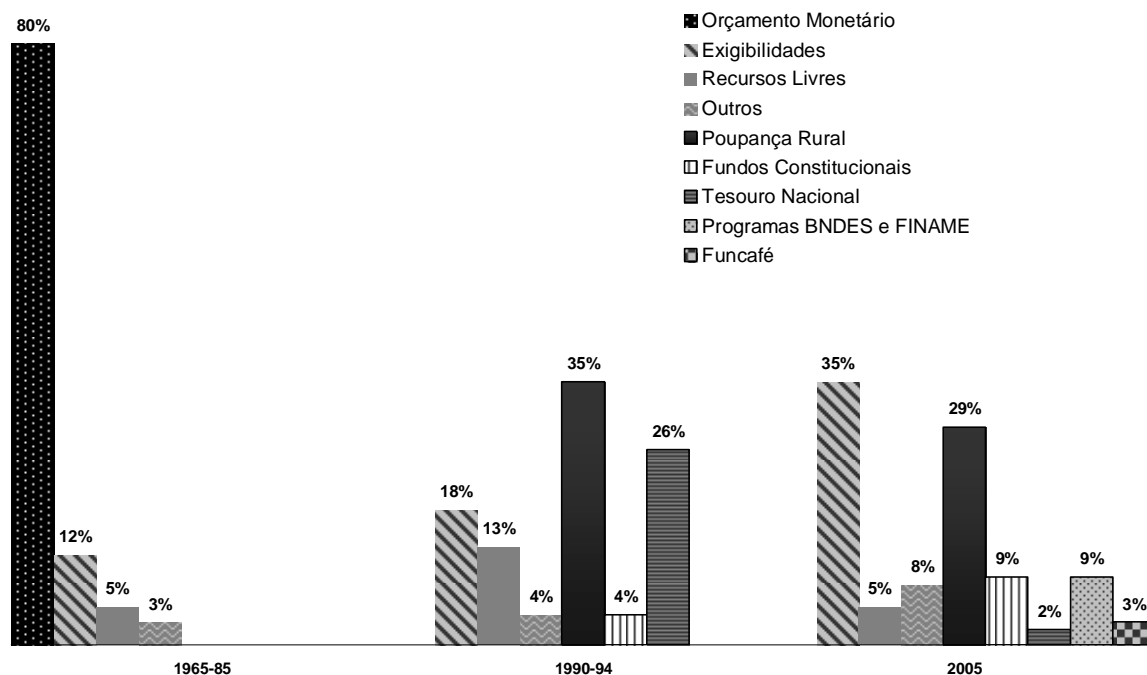
Segundo Faveret Filho (2000), todos os mecanismos tinham em comum grande orientação para o mercado, de maneira a minimizar as distorções alocativas associadas à intervenção governamental, a reduzir o volume dos subsídios, de forma a contribuir com o esforço de ajuste fiscal, e a diminuir os estoques públicos de grãos, sujeitos a muitos desvios e ineficiências.

A década de 1990 presenciou três movimentos distintos. No período de 1990 a 1994 houve uma tendência de aumento do volume de crédito rural concedido (apesar da redução ocorrida no ano de 1993). Contudo, nos anos de 1995 e 1996 ocorreram reduções drásticas no montante desse tipo de crédito<sup>4</sup>. Nos anos de 1997 e 1998 o volume de crédito rural voltou a aumentar, o volume anual de crédito rural concedido no período de 1994 a 1998 foi de R\$ 9,7 bilhões, contra o valor médio de R\$ 15 bilhões e de R\$ 28 bilhões (a preços de agosto de 1994) concedidos na primeira metade da década de 1970 e na primeira metade da década de 80, respectivamente. Além disso, desde 1987 a taxa de juros real no crédito rural tem sido positiva (BACHA, 1997).

A Figura 01 demonstra a diversificação na busca de recursos para o financiamento agrícola nas últimas décadas.

---

<sup>4</sup> Em parte, o crédito antes concedido via o Sistema Nacional de Crédito Rural foi substituído pelo crédito concedido com recursos externos. Através da Resolução nº 2.148 (conhecida como “63 caipira”), com as alterações da Resolução nº 2.167, foram emprestados à agropecuária o valor de R\$ 790,7 milhões em 1995 e R\$ 2.021,1 milhões em 1996 (a preços de agosto de 1994). Contudo, há que se ressaltar que os recursos externos emprestados à agropecuária foram à taxa de juros de mercado, e não às do SNCR.



**Figura 01 - Fontes de financiamento do crédito rural**

Fontes: Bacen, BNDES, BB e outros. Elaboração: SPA-MAPA

Face à necessidade de novas fontes alternativas de financiamento, o Governo deixou parcialmente sua função de principal gerador de recursos de crédito rural e passou a atuar como agente regulador e estimulador (GASQUES et al., 2000).

### 1.1 Novas fontes e instrumentos de captação de recursos do setor privado

Atualmente a questão central do financiamento da agricultura está na viabilidade de novas fontes e instrumentos de captação de recursos. É consenso a necessidade de mecanismos eficientes de financiamento da produção para viabilizar o crescimento do setor agropecuário com maior sustentabilidade.

O Quadro 01 resume as medidas de políticas agrícolas implementadas no Brasil desde 1965, até a criação dos novos títulos agrícolas, objeto de estudo desse trabalho.

## Quadro 01 - A política agrícola brasileira (1965/2004)

	FINANCIAMENTO	GARANTIA DE PREÇOS E RENDAS
1965	Criação do SNCR (Lei 4.829/65)	
1966		Reformulação da PGPM (DL 79/66)
1967	Criação das Exigibilidades (Res. 69)	
1987	Poupança Rural	
1988	Fundos Constitucionais (Lei 7.827/89)	
1991	Lei Agrícola (8.171/91)	
1992		Criação do PLE (Lei 8.427/92)
1994	Criação da CPR (Lei 8.929/94)	
1995	Securitização (Lei 9.138/95)	
1996		Extinção do EGF-COV
1997		Contratos de Opção, PEP e VEP
1998	PESA (Resolução 2.471/98)	
1999	Recoop (Resolução 2.666/99)	
2000	CPR Financeira e Moderfrota	
2003		Linha Especial de Crédito (LEC)
2004	Novos Títulos Agropecuários (Lei 11.076/04)	

Fonte: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento

Com participação predominante do setor privado, as novas alternativas de financiamento da agricultura estão baseadas na emissão de títulos, com a participação de Bancos, Seguradoras e Bolsas de Mercadorias, o que auxilia na redução e diversificação do risco. Em linhas gerais, há de se destacar a importante evolução institucional e instrumental do novo padrão de financiamento da agricultura com base nesses títulos financeiros.

O desenvolvimento e a disponibilidade desses títulos tornam possível a articulação entre as operações realizadas nos mercados físicos e futuro. A disponibilidade de papéis representativos de produtos agrícolas, negociados em Bolsa de Mercadorias, poderá permitir acesso a investidores que contam com grande disponibilidade de recursos. Essas fontes abrangem tanto investimentos estrangeiros, quanto internos (GASQUES & VILLA VERDE, 2001).

### 1.1.1 Cédula de Produto Rural (CPR)

A CPR foi criada em 1994 e atualmente é um dos principais mecanismos de apoio ao produtor e suas organizações (associações e cooperativas) na comercialização e alavancagem financeira. O financiamento por meio da CPR abriu interessantes possibilidades de negociação, podendo assim complementar e até impulsionar o crescimento dos mercados derivativos. Um dos grandes apelos da CPR é que o agricultor pode emití-la em qualquer época do ano, o que possibilita uma venda antecipada da produção e o custeio de suas atividades. Portanto, ela auxilia na gestão de risco de comercialização. A CPR pode ser classificada em duas modalidades, física e financeira.

Os principais objetivos da CPR física são:

- financiar a produção através da venda antecipada do produto pelo agropecuarista;
- garantir o suprimento de matérias-primas através da venda antecipada da produção agroindustrial;
- vender insumos através da troca de insumos por produção agrícola por parte de empresas que transacionam insumos (operações de troca);
- fornecer alternativa de investimentos via fundos. Embora usadas para negociar produtos como soja, milho, café e gado, algumas cooperativas e/ou produtores verticalmente integrados também emitem CPR para

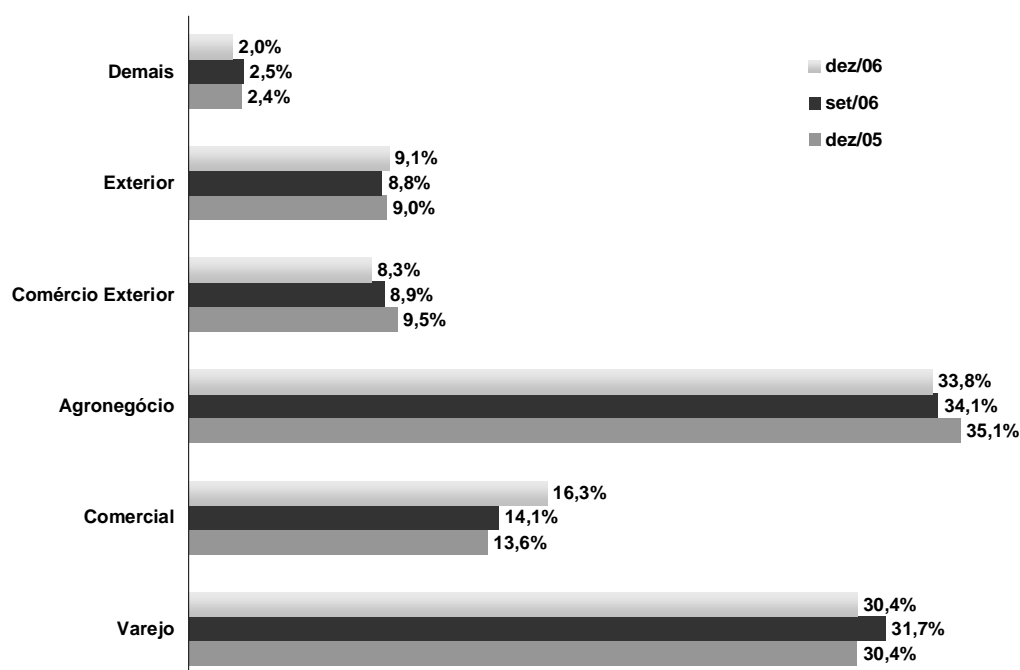
produtos semiprocessados como açúcar, álcool e farelo de soja (GONÇALVES et al. 2005, p.71).

A CPR financeira surgiu de um projeto desenvolvido pela Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) recomendando que o instrumento fosse liquidado financeiramente. A idéia era possibilitar a criação de mercado secundário para esses títulos, o que incrementaria a captação de recursos (CINTRA NETO, 1998).

Criou-se então a CPR Financeira que tem a mesma característica da CPR física enquanto título financeiro, diferenciando-se pelo pagamento em dinheiro na data de vencimento. Foi regulamentada pela Medida Provisória n.2017/ 2000 (atualizada pela MP n. 2.042-9/2000), transformada na Lei Federal n.10.200 de 14 de fevereiro de 2001.

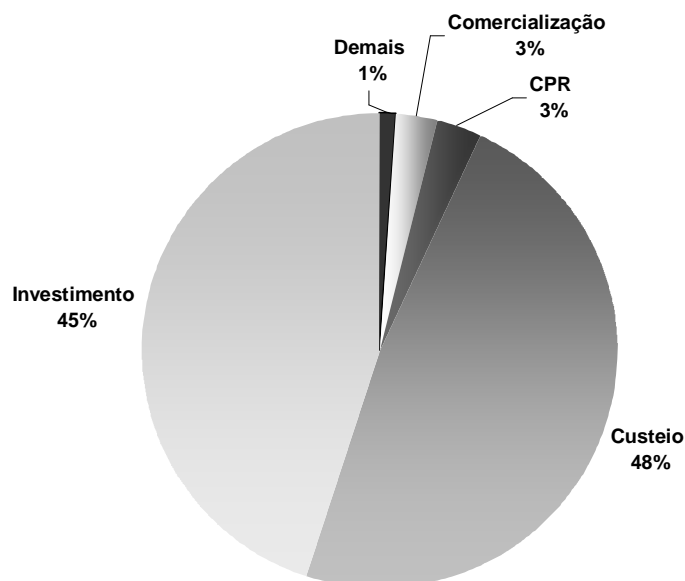
A criação da CPR financeira permitiu um grande aumento nas operações através da incorporação de novos agentes financeiros, ampliando as fontes de recursos para aplicação na agricultura. Este instrumento tem sido usado com taxas de juros prefixadas e úteis no levantamento de recursos para produtores e cooperativas.

O Banco do Brasil teve um importante papel no desenvolvimento e expansão da CPR, sendo atualmente o maior emissor. Em dezembro de 2006, o banco destinou 33,8% do total de sua carteira de crédito para o financiamento do agronegócio sendo que 3% desse total é repassado as emissões de CPRs (Figuras 02 e 03).



**Figura 02 - Carteira total de crédito do Banco do Brasil por segmento**

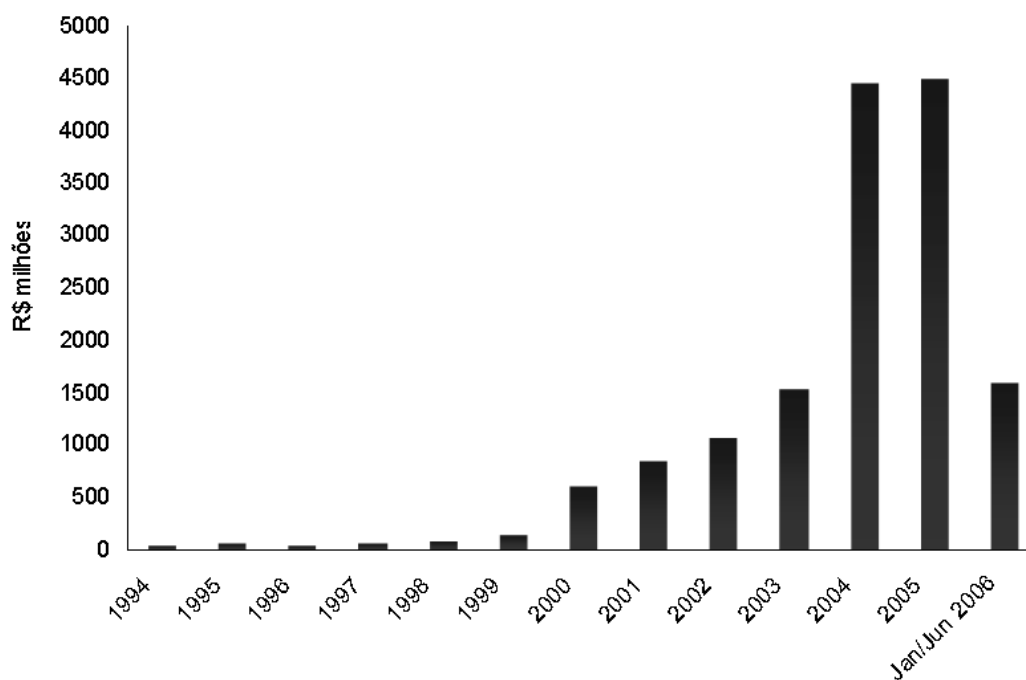
Fonte: SIAGRO, 2005



**Figura 03 - Distribuição da carteira de crédito do Banco do Brasil no segmento agronegócio.**

Fonte: SIAGRO, 2005

A Figura 04 ilustra a evolução das emissões de CPR desde sua criação, em 1994. Segundo dados do Banco do Brasil, o volume de negócios com CPR em volume contratado em 2006 alcançou até novembro R\$ 2,4 bilhões, totalizando mais de 36 mil operações com produtores e cooperativas. Desde sua criação, em 1994, o volume de negócios com CPR totaliza mais de R\$18 bilhões. Os produtos que mais se destacaram em 2006 foram: bovinos (R\$ 888 milhões), café (R\$ 759 milhões), soja (R\$ 353 milhões), milho (R\$ 117 milhões) e arroz (R\$ 111 milhões). Os estados que mais realizaram negócios foram: Minas Gerais (R\$ 761 milhões), Goiás (R\$ 299 milhões), Paraná (R\$ 235 milhões) e Rio Grande do Sul (R\$ 216 milhões).



**Figura 04 - Evolução das emissões de CPR do Banco do Brasil**

Fonte: Banco do Brasil



## 1.2 Novos instrumentos para um novo modelo de financiamento rural

A edição da Lei Federal 11.076/04 representa um importante avanço para o financiamento agrícola brasileiro, pois diversifica de forma consistente as opções de títulos financeiros da agricultura tanto em termos de variedade de papéis quanto pela amplitude dos potenciais agentes que podem atuar como investidores. Essa lei regulou cinco novos títulos de financiamento ao agronegócio, o CDA/WA, LCA, CDCA, CRA, com objetivo de ampliar a captação de recursos no mercado financeiro e de capitais.

Espera-se criar um amplo mercado de direitos creditórios ligados à produção rural, ensejando liquidez aos títulos e segurança aos portadores por meio de regras de circulação, bem como o dinamismo ao instituir a circulação eletrônica. (WALD e WAISBERG, 2005).

De acordo com Buranello (2006), os papéis incorporam novos agentes na estrutura de comercialização de produtos agropecuários, aumentando a segurança jurídica relacionada aos títulos e reduzindo a necessidade do setor público no fomento de recursos. A estratégia consiste em atrair poupança interna e externa para financiar as operações de produção, de processamento e de comercialização das cadeias produtivas.

### 1.2.1 Certificado de Depósito Agropecuário e Warrant Agropecuário

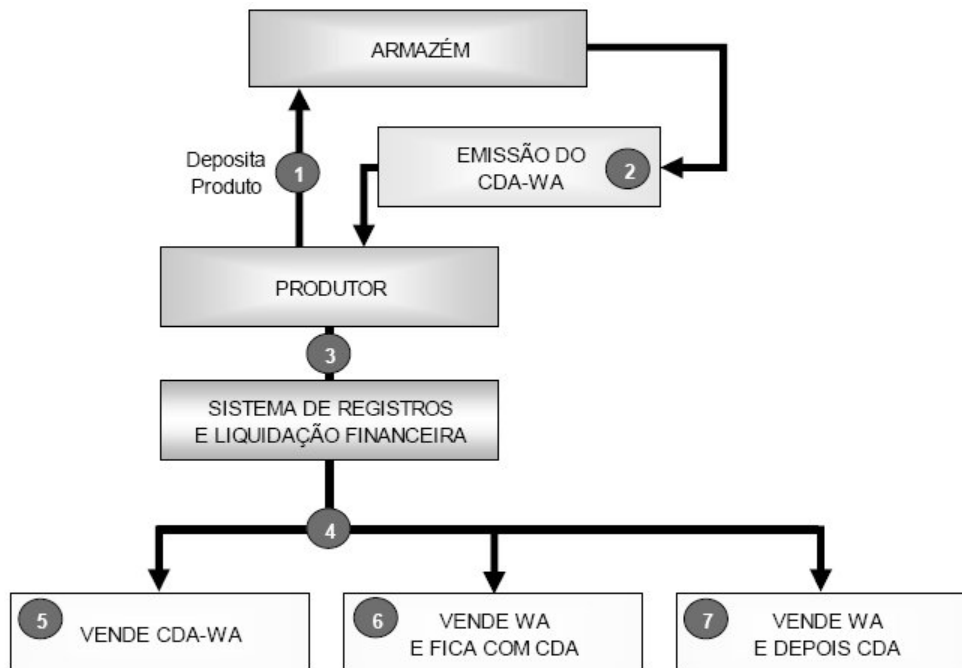
O CDA é um papel representativo de promessa de entrega de produto agropecuário depositado em armazém, e o *Warrant* Agropecuário, é um título de crédito que confere direito de penhor sobre o produto descrito no CDA correspondente. Eles são emitidos pelo armazenador a pedido do depositante podendo ser transferidos mediante endosso. O CDA e o WA são considerados uma nova moeda para os produtores rurais, já que eles poderão comercializar o certificado ou levantar um empréstimo com o WA.

O CDA e o WA permitem que os produtores rurais e as cooperativas negociem os títulos sem que isto, por si só, configure a transferência da propriedade do produto, propriamente dita. Esta operação só estará caracterizada quando o produto for retirado do depósito pelo adquirente final.

Com isso espera-se que a comercialização seja dinamizada e a participação dos investidores institucionais no financiamento da estocagem dos produtos agropecuários seja viabilizada. O produtor poderá financiar o armazenamento de seu produto com taxas mais baixas do que as oferecidas pelos bancos nas linhas de juros livres.

A Figura 05 esquematiza a operação com CDA e WA, onde o produtor entrega o produto colhido no armazém credenciado e solicita do depositário a emissão simultânea dos papéis. O comprador adquire o direito de assumir a propriedade da mercadoria. Será obrigatório o registro do negócio em sistemas autorizados pelo Banco Central (Cetip, BM&F), onde ficarão em custódia. Além disso, são garantidos por aval bancário ou seguro, o que confere maior credibilidade e segurança.

O comprador do CDA que desejar retirar a mercadoria deverá liquidar o WA ou depositar o valor correspondente na *clearing* do sistema eletrônico. Com estes novos instrumentos, espera-se que o mercado seja estimulado a lançar opções de produtos agropecuários, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais referenciado em produtos do agronegócio.



**Figura 05 - Esquema de operações com CDA-WA**

Fonte: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento.

O WA deve permitir que se levantem empréstimos com maior facilidade, pois é um título de crédito que confere direito de penhor sobre o produto descrito no CDA correspondente. O comprador apenas do WA fica como credor do empréstimo do CDA. Não pode exercer o direito de ficar com a mercadoria, mas tem o direito de penhor sobre ela. Na prática, toma o papel dos bancos, que, quando efetuavam empréstimos, acolhiam os títulos em caução, na chamada “warrantagem”.

Para o caso da venda do CDA, depois de vendido o WA, o comprador adquire o direito de assumir a propriedade da mercadoria, desde que quite ou deposite a dívida do Warrant Agropecuário. Tantas opções podem elevar a liquidez desses títulos, propiciando inclusive o desenvolvimento de um mercado secundário. Como exemplo, o CDA e o WA poderão ser utilizados na liquidação da CPR física, eliminando o risco de entrega, assim como poderão ser empregados no cumprimento de contratos futuros.

Com a utilização do CDA, não será necessário emitir nota fiscal, uma vez que sua negociação não transfere a propriedade do produto, propriamente dita, como ocorria quando da utilização do Conhecimento de Depósito. Portanto, em sua negociação não há incidência de ICMS. Essa é uma grande vantagem do CDA, pois a tributação ocorre somente na última etapa de comercialização. As negociações são isentas também do Imposto sobre Operações de Crédito (IOC).

Estes dois mecanismos tornam os armazéns grandes casas de negócios, pois permitem que eles negociem diretamente o produto, algo que não ocorria anteriormente. Para ampliar a credibilidade e a segurança para os investidores, o governo deverá lançar um sistema de certificação de armazéns. Até 4 de outubro de 2006 era autorizada a emissão do CDA e WA através de armazéns que não detinham a certificação prevista pelo Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA). Após essa data os armazéns precisariam atender a requisitos mínimos a serem definidos. Marques e Silva (2005) citam que o principal objetivo dessa certificação seria a padronização e a profissionalização desse setor em todo o país destacando assim alguns principais focos.

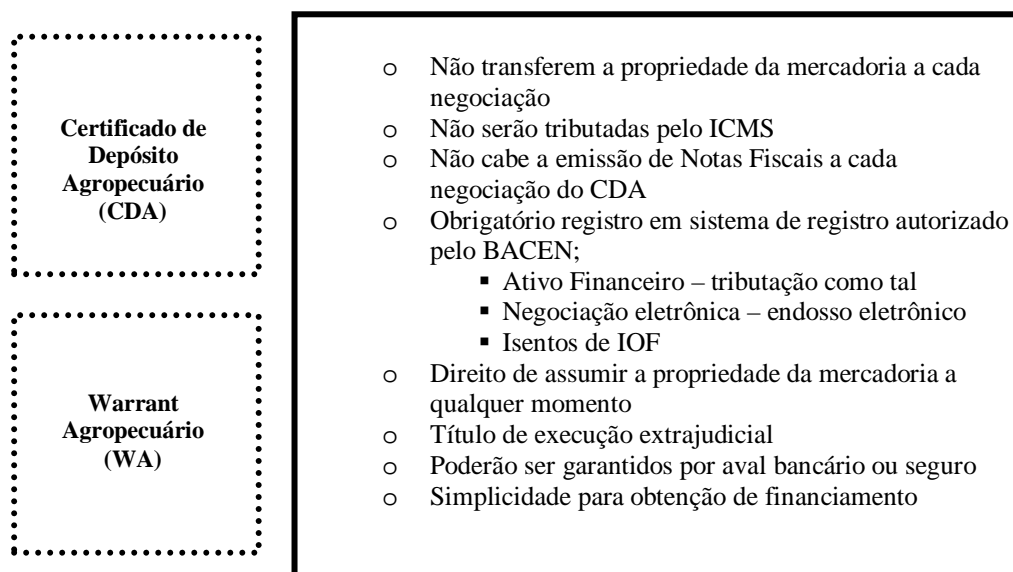
1. Requisito técnico: padronizando os equipamentos e definindo um padrão mínimo; 2. Documentação: todos os armazéns deverão ter registrado e arquivado todos os documentos, como a documentação autorizando a venda de produtos armazenados no seu estabelecimento, as boas práticas de armazenagem (tratamentos fitossanitário e outros), rastreabilidade da mercadoria depositada e etc. 3. Capacitação: todos os funcionários deverão ter que comprovar um mínimo de capacitação e, quando necessário, passarem por cursos de aperfeiçoamento; 4. Criação de um comitê de auditoria: para fiscalizar e certificar o setor como um todo, independentemente da Conab (sua classificação dos armazéns é hoje referência para o mercado com relação aos armazéns aptos, impedidos, cadastrados no mercado) (MARQUES & SILVA, 2005, p. 78).

Os armazéns reivindicaram a prorrogação do prazo, o que não aconteceu, impedindo assim os armazéns não certificados de emitirem CDA/WA no mercado. O armazém que emitir o CDA e WA fica responsável, perante terceiros, pelas irregularidades e inexatidões contidas nos títulos e pela contratação de seguro obrigatório a favor do produtor. O Quadro 02 descreve os principais pontos em relação ao CDA/WA.

**Quadro 02 - Pontos relevantes com relação ao CDA/WA.**

COOPERATIVAS	DEPOSITANTE	GARANTIAS	RISCO
<p><b>Prestar serviço de armazenagem e conservação</b> Deverão alterar seus estatutos sociais, incluindo nos objetivos sociais a atividade de guarda e conservação de produtos de terceiros e de associados no seu próprio nome. Arquivar na Junta Comercial os estatutos com novos objetivos sociais, o regulamento do armazém e o termo de nomeação do fiel depositário.</p> <p><b>Emissão de CDA e WA por cooperativas em nome dela própria</b> As cooperativas somente podem emitir títulos para produtos de terceiros e de associados que queiram depositar em seu próprio nome.</p> <p><b>Responsabilidade das cooperativas na emissão do CDA e WA</b> A responsabilidade é a mesma de um armazenador.</p>	<p><b>Depositante de produtos</b> Qualquer pessoa física ou jurídica proprietária do produto a ser depositado: produtores, cooperativas, comerciantes, indústrias, exportadores e outros.</p> <p><b>Vantagens para o depositante</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Poderá continuar fazendo empréstimos juntos aos bancos (empréstimos do governo federal, linha especial de estocagem, capital de giro, etc.), da mesma forma que fazem hoje;</li> <li>o Vender os títulos no mercado, para investidores.</li> </ul>	<p>Os produtos depositados sob a guarda de terceiros (armazenadores) correm diversos riscos, que, dependendo da confiança do depositante no armazenador, precisam ser reduzidos ou eliminados, para que o depositante ou o comprador dos títulos sintam-se seguros em negociar com os novos papéis.</p> <p>Considerando que os riscos com o produto estão cobertos por seguro obrigatório, restaria oferecer garantia aos depositantes e aos compradores dos títulos para eliminar ou reduzir os riscos de desvios pelo armazenador, roubos e furtos, que poderão ser eliminados através de uma das seguintes formas:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o aval de instituição financeira;</li> <li>o seguro de cumprimento da obrigação assumida pelo armazenador emitente dos títulos.</li> </ul> <p>Convém salientar, que para serem negociados em bolsa, terão que ser avalizados por instituição financeira ou serem cobertos por seguro que cubra a responsabilidade do armazenador.</p>	<p><b>Os depositantes e os compradores</b> Os depositantes de produtos objeto de emissão de CDA / WA, bem como os compradores desses títulos, correm riscos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <u>decorrentes de culpa direta do armazenador:</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Pela má conservação dos produtos recebidos em depósito, deixando-os estragar ou perder a qualidade;</li> <li>o Pelo desvio ou troca da mercadoria sob sua guarda.</li> </ul> </li> <li>➤ <u>Decorrentes de culpa indireta do armazenador, muitos deles classificados como alheios à sua vontade:</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Eventos que causem ou acarretem danos aos produtos depositados;</li> <li>o Furto e roubo dos produtos depositados.</li> </ul> </li> </ul> <p><b>Os adquirentes</b> Os adquirentes desses papéis estão correndo os riscos do Armazenador, que podem ter o produto furtado, roubado, ou até mesmo desviado pelo próprio armazenador.</p> <p>Os riscos com sinistros por incêndio, raio, explosão de qualquer natureza, danos elétricos, vendaval, alagamento, inundação, furacão, ciclone, tornado, granizo, quedas de aeronaves ou quaisquer outros engenhos aéreos ou especiais, impacto de veículos terrestres, fumaça e quaisquer intempéries que destruam ou deteriorem o produto vinculado àqueles títulos têm que estar cobertos por seguro obrigatório contratado pelo Armazenador.</p>

Suas principais características estão descritas na Figura 06.



**Figura 06 - Características dos títulos**

Fonte: Bolsa Brasileira de Mercadorias (BBM)

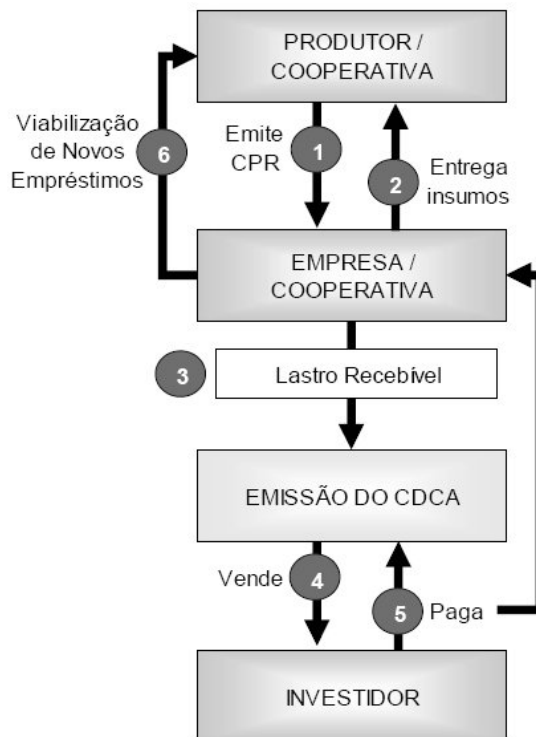
### **1.2.2 Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio, Certificado de Recebíveis do Agronegócio, Letra de Crédito do Agronegócio.**

São títulos de crédito nominativos, de livre negociação, representativos de promessa de pagamento em dinheiro. Têm como lastro direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, suas cooperativas e agentes da cadeia produtiva do agronegócio, como financiamentos ou empréstimos relacionados a produção, comercialização, beneficiamento e industrialização de produtos ou insumos agropecuários, máquinas e implementos.

Esses papéis são negociados na BM&F, em bolsa de valores e em mercados de balcão autorizados pela CVM. Acredita-se que esses títulos viabilizem o aporte de recursos ao mercado de capitais, em especial por parte dos fundos de investimento.

O Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio<sup>5</sup> será emitido exclusivamente pelas cooperativas de produtores rurais e por outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento, industrialização de produtos, insumos, máquinas e implementos. O esquema operacional do CDCA é demonstrado na Figura 07.

<sup>5</sup> Agronegócio é neologismo que designa o universo das atividades agrícolas ou pecuárias, nas suas mais variadas formas, tanto as diretas quanto as derivadas, como serão as operações financeiras realizadas em favor da atividade e ambientes rurais. A expressão foi adotada pelo legislador por sintetizar o quadro daqueles negócios, os quais foram contemplados pela instituição de um título de crédito nominativo, de livre circulação, com natureza executiva extra judicial (art.24) e que representa uma promessa de pagamento em dinheiro.

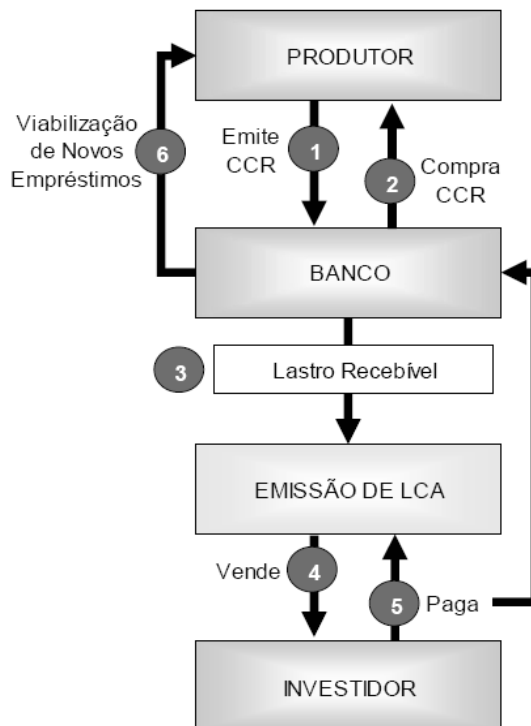


**Figura 07 - Esquema de operações com CDCA**

Fonte: Ministério da agricultura, Pecuária e Abastecimento.

No caso da LCA, é um título representativo de uma promessa de pagamento em dinheiro, que pode ser emitido somente por bancos e por cooperativas de crédito (instituição financeira pública ou privada). A LCA deverá ser comercializada em Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros e em mercados de balcão, ambos autorizados pela CVM.

O principal objetivo da LCA é aumentar a disponibilidade de capital para os agentes do agronegócio que financiam e disponibilizam crédito para o produtor rural e suas respectivas cooperativas. Esses agentes poderão assim renegociar seus recebíveis originados de negociação com o produtor rural aos investidores institucionais interessados. A Figura 08 ilustra o modelo operacional da LCA.



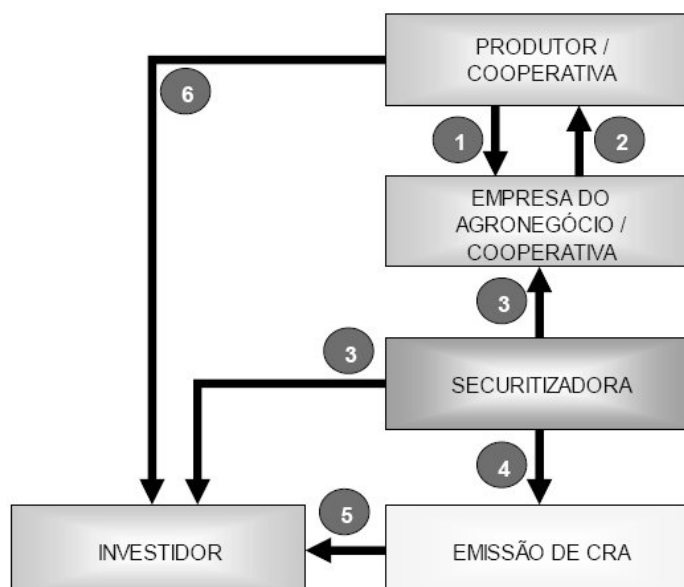
**Figura 08 - Esquema de operação com LCA**

Fonte: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento.

Com relação ao CDCA e a LCA, vale a pena destacar a existência do direito de penhor sobre os direitos creditórios a eles vinculados, conforme previsto na Lei nº 11.076/04. Assim, não há necessidade de registro em cartório ou notificação ao devedor, conforme prescreve o Código Civil brasileiro.

Finalmente, o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) foi criado para a captação de recursos dos investidores institucionais, em prazos compatíveis com as características do financiamento ao agronegócio. O CRA é um título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em direitos creditórios do agronegócio, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial. Trata-se de um valor mobiliário, emitido exclusivamente pelas companhias securitizadoras, originado por meio da formalização de Termo de Securitização de Créditos, documento em que estão listados todos os direitos creditórios do agronegócio que servem de lastro para a emissão do CRA. A Figura 09 ilustra sua operacionalização.

De acordo com o Art. 38, da lei que criou os novos títulos agrícolas, as companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações e têm por finalidade a aquisição e securitização dos direitos creditórios, além da emissão e colocação do CRA no mercado financeiro e de capitais.



**Figura 09 - Esquema de operação com CRA**

Fonte: Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento.

Todavia, enquanto a CVM não emite regulamentação específica para as companhias securitizadoras admite-se a emissão de CRAs fundamentada na Instrução CVM nº 400 (que trata de ofertas públicas de valores mobiliários) e na Instrução CVM nº 414 (que determina os procedimentos para a securitização imobiliária).

A Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN) elaborou uma comparação entre os títulos conforme Quadro 03. O Quadro 04 descreve as principais características dos CDCA, LCA e CRA.

**Quadro 03 - Comparabilidade entre os papéis**

ITENS	CDCA	LCA	CRA	CDA/WA
Emitente	PJ*	IF**	Securitizado – PJ	Armazém - PJ
Pode securitizar	sim	sim	sim	sim
Risco do papel	baixo	baixo	baixo	médio
Risco de crédito	baixo	baixo	baixo	médio
Custo de captação	baixo	baixo	baixo	médio
Intermediação financeira	há	há	há	há
IOF	isento	isento	isento	isento
Custo para estruturação da operação	não há	não há	há	não há
Garantias	dupla	dupla	única	única

\* PJ – Pessoa Jurídica

\*\* IF – Instituição Federal

Fonte: FEBRABAN



**Quadro 04 - Comparativo dos novos títulos: CDCA, LCA e CRA.**

	CDCA	LCA	CRA
Direitos creditórios passíveis de serem vinculados ao título	Direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária. (Art. 23, § único).	Direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária. (Art. 23, § único).	Direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária. (Art. 23, § único).
Registro e Custódia dos direitos creditórios vinculados aos títulos	(Art. 25, § 1º). Os direitos creditórios vinculados ao CDCA serão: registrados em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo BACEN; custodiados em instituições financeiras ou outras instituições autorizadas pela CVM a prestar serviço de custódia de valores mobiliários. <b>Registro: obrigatório.</b> <b>Custódia: obrigatória.</b>	(Art. 27, § único). Os direitos creditórios vinculados à LCA: <u>deverão</u> ser registrados em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo BACEN; poderão ser mantidos em custódia, aplicando-se, neste caso, o disposto no inciso II do § 1º e no § 2º do art. 25 desta Lei. (Inciso II do § 1º: custodiados em instituições financeiras ou outras instituições autorizadas pela CVM a prestar serviço de custódia de valores mobiliários; § 2º: caberá à instituição custodiante a que se refere o § 1º deste artigo: manter sob sua guarda documentação que evidencie a regular constituição dos direitos creditórios vinculados ao LCA; realizar a liquidação física e financeiras dos direitos creditórios, devendo, para tanto, estar munida de poderes suficientes para efetuar sua cobrança e recebimento, por conta e ordem do emitente do LCA; prestar quaisquer outros serviços contratados pelo emitente da LCA.) <b>Registro: obrigatório.</b> <b>Custódia: facultativa.</b>	<b>Registro e Custódia:</b> os recebíveis vinculados ao CRA não serão registrados e nem custodiados em sistema de registro e de custódia.

**Quadro 04 - Comparativo dos novos títulos: CDCA, LCA e CRA (cont.)**

	CDCA	LCA	CRA
Emissão (formalização)	<p>(Art. 35). O CDCA <b>poderá</b> ser emitido sob a forma escritural, hipótese em que:  serão registrados em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo BACEN;  a transferência de sua titularidade operar-se-á pelo registro dos negócios efetuados pelo sistema de registro;  a entidade registradora é responsável pela manutenção do registro da cadeia de negócios ocorridos com os títulos registrados no sistema.  <b>Observações:</b>  <b>poderá ser emitido sob a forma cartular ou escritural</b>  <b>Emissão em série:</b>  Será emitida a emissão de CDCA em série, em que os CDCAs serão vinculados a um mesmo conjunto de direitos creditórios, <b>devendo ter igual valor nominal</b> e conferir a seus titulares os mesmos direitos. (Art. 25, § 3º e Art. 32, § 2º).</p>	<p>(Art. 35). A LCA <b>poderá</b> ser emitido sob a forma escritural, hipótese em que:  serão registrados em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo BACEN;  a transferência de sua titularidade operar-se-á pelo registro dos negócios efetuados pelo sistema de registro;  a entidade registradora é responsável pela manutenção do registro da cadeia de negócios ocorridos com os títulos registrados no sistema.  <b>Observações:</b>  <b>poderá ser emitido sob a forma cartular ou escritural</b>  <b>não está prevista a emissão de LCA em série.;</b></p>	<p>(Art. 37, § 1º). O CRA adotará a forma <b>escritural</b>, observado o disposto no art. 35 desta Lei. (Art. 35 – O CRA será emitido sob a forma escritural:  Tais títulos serão registrados em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo BACEN;  A transferência de sua titularidade operar-se-á pelos registros dos negócios efetuados na forma do inciso I do caput deste artigo.  Parágrafo único. A entidade registradora é responsável pela manutenção do registro da cadeia de negócios ocorridos com os títulos registrados no sistema.)</p>
Registro e Custódia dos títulos	<p>O CDCA, se emitidos sob a forma escritural, terão que ser registrados em sistema de registro e de liquidação financeira autorizados pelo BACEN; a transferência de sua titularidade operar-se-á pelos registros dos negócios no sistema de registro e a entidade registradora é responsável pela manutenção do registro da cadeia de negócios ocorridos com os títulos registrados no sistema. (Art. 35).  <b>Se cartular: o registro é opcional.</b></p>	<p>A LCA, se emitidos sob a forma escritural, terão que ser registrados em sistema de registro e de liquidação financeira autorizados pelo BACEN; a transferência de sua titularidade operar-se-á pelos registros dos negócios no sistema de registro e a entidade registradora é responsável pela manutenção do registro da cadeia de negócios ocorridos com os títulos registrados no sistema. (Art. 35).  <b>Se cartular: o registro é opcional.</b></p>	<p>Registro: obrigatório, em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo BACEN. (Art. 37, § 1º).  <b>Custódia física:</b> não será feita, porque o título é escritural.</p>

**Quadro 04 - Comparativo dos novos títulos: CDCA, LCA e CRA (cont.)**

	CDCA	LCA	CRA
Garantias	<p>Vinculação dos direitos creditórios do agronegócio de propriedade do emitente do título. (<b>Art. 25 – V</b>).</p> <p>Valor do CDCA não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios a eles vinculados. (<b>Art. 28</b>).</p> <p><u>Observação:</u> Se o valor do CDCA não pode exceder o valor dos direitos creditórios a eles vinculados, parece óbvio que os recebíveis que tiverem vencimento antes do título poderão até ser objeto de vinculação, mas não deverão ser computados para efeito de apuração do valor do lastro, uma vez que a substituição teria que ter a concordância do credor, que poderá não concordar.</p> <p>Acreditamos que o objetivo da substituição do lastro foi o de trocar título que, por algum motivo especial, tenha que ser trocado.</p>	<p>Vinculação dos direitos creditórios do agronegócio de propriedade do emitente do título. (<b>Art. 27 – V</b>).</p> <p>Valor do LCA não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios do agronegócio a eles vinculados. (<b>Art. 28</b>).</p> <p><u>Observação:</u> Se o valor da LCA não pode exceder o valor dos direitos creditórios a eles vinculados, parece óbvio que os recebíveis que tiverem vencimento antes do título poderão até ser objeto de vinculação, mas não deverão ser computados para efeito de apuração do valor do lastro, uma vez que a substituição teria que ter a concordância do credor, que poderá não concordar.</p> <p>Acreditamos que o objetivo da substituição do lastro foi o de substituir título que, por algum motivo especial, tenha que ser trocado.</p>	<p>O CRA poderá ter, conforme dispuser o Termo de Securitização de Direitos Creditórios, garantia flutuante, que assegurará ao seu titular privilégio geral sobre o ativo da companhia securitizadora, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo. (<b>Art. 37, § 2º</b>).</p> <p>As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio podem instituir regime fiduciário sobre direitos creditórios oriundos do agronegócio, o qual será regido no que couber, pelas disposições expressas nos arts. 9º a 16 da Lei nº. 9514, de 20.11.1997. (<b>Art. 39</b>).</p>
Substituição dos direitos creditórios vinculados	<p>Permitida, desde que acordado entre emitente e o titular.</p> <p>A liberação do título substituído e a vinculação do novo são automáticas, independente de aditivo ao título. (<b>Art. 32, § 1º</b>).</p>	<p>Permitida, desde que acordado entre emitente e o titular.</p> <p>A liberação do título substituído e a vinculação do novo são automáticas, independente de aditivo ao título. (<b>Art. 32, § 1º</b>).</p>	
Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio	Não aplicável ao CDCA.	Não aplicável a LCA.	<p>A securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos: identificação do devedor; valor nominal e o vencimento de cada direito creditório a ele vinculado; identificação dos títulos emitidos; indicação de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, quando constituídas. (<b>Art. 40</b>).</p>

## Quadro 04 - Comparativo dos novos títulos: CDCA, LCA e CRA (cont.)

	CDCA	LCA	CRA
Direito de penhor sobre os direitos creditórios vinculados	<p>O CDCA confere direito de penhor sobre os direitos creditórios a ele vinculados, independentemente de convenção, não se aplicando o disposto nos arts. 1452, caput, e 1.453 da Lei 10.406, de 10.01.2002 – Código Civil. (<b>Art. 32</b>).</p> <p>A substituição dos direitos creditórios vinculados ao CDCA, mediante acordo entre o emitente e o titular, importará na extinção do penhor sobre os direitos substituídos, constituindo-se automaticamente novo penhor sobre os direitos creditórios dados em substituição. (<b>Art. 32, § 1º</b>).</p> <p>Na hipótese <b>de emissão de CDCA em série</b>, o direito de penhor a que se refere incidirá sobre fração ideal do conjunto de direitos creditórios vinculados, proporcionalmente ao crédito do titular dos CDCA da mesma série. (<b>Art. 32, § 2º</b>).</p> <p>Além do penhor constituído na forma do art. 32 desta Lei, o CDCA poderá contar com garantias adicionais, reais ou fidejussórias, livremente negociadas entre as partes.</p> <p>A descrição das garantias reais poderá ser feita em documento à parte, assinados pelos representantes legais do emitente, fazendo-se menção a essa circunstância no contexto dos títulos. (<b>Art. 33</b>).</p> <p>Os direitos creditórios vinculados ao CDCA não serão penhorados, seqüestrados ou arrestados em decorrência de outras dívidas do emitente desses títulos, a quem caberá informar ao juízo, que tenha determinado tal medida, a respeito da vinculação de tais direitos aos respectivos títulos, sob pena de responder pelos prejuízos resultantes de sua omissão. (<b>Art. 34</b>).</p> <p>É facultada a cessão fiduciária em garantia de direitos creditórios do agronegócio, em favor dos adquirentes do CDCA, nos termos do disposto nos arts. 18 a 20 de Lei 9.514, 20/11/97. (<b>Art. 41</b>).</p>	<p>A LCA confere direito de penhor sobre os direitos creditórios a ele vinculados, independentemente de convenção, não se aplicando o disposto nos arts. 1452, caput, e 1.453 da Lei 10.406, de 10.01.2002 – Código Civil. (<b>Art. 32</b>).</p> <p>A substituição dos direitos creditórios vinculados a LCA, mediante acordo entre o emitente e o titular, importará na extinção do penhor sobre os direitos substituídos, constituindo-se automaticamente novo penhor sobre os direitos creditórios dados em substituição. (<b>Art. 32, § 1º</b>).</p> <p><u>Observação: O § 2º do art. 32 não fala da emissão de LCA em série.</u></p> <p>Além do penhor constituído na forma do art. 32 desta Lei, a LCA poderá contar com garantias adicionais, reais ou fidejussórias, livremente negociadas entre as partes.</p> <p>A descrição das garantias reais poderá ser feita em documento à parte, assinados pelos representantes legais do emitente, fazendo-se menção a essa circunstância no contexto dos títulos. (<b>Art. 33</b>).</p> <p>Os direitos creditórios vinculados ao LCA não serão penhorados, seqüestrados ou arrestados em decorrência de outras dívidas do emitente desses títulos, a quem caberá informar ao juízo, que tenha determinado tal medida, a respeito da vinculação de tais direitos aos respectivos títulos, sob pena de responder pelos prejuízos resultantes de sua omissão. (<b>Art. 34</b>).</p> <p>É facultada a cessão fiduciária em garantia de direitos creditórios do agronegócio, em favor dos adquirentes da LCA, nos termos do disposto nos arts. 18 a 20 de Lei 9.514, 20/11/97. (<b>Art. 41</b>).</p>	<p>As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio podem instituir regime fiduciário sobre direitos creditórios oriundos do agronegócio, o qual será regido, no que couber, pelas disposições expressas nos arts. 9º a 16 da Lei nº. 9.514. de 20.11.1997. (<b>Art. 39</b>).</p> <p>É facultada a cessão fiduciária em garantia de direitos creditórios do agronegócio, em favor dos adquirentes do CRA, nos termos do disposto nos arts. 18 a 20 de Lei 9.514, 20/11/97. (<b>Art. 41</b>).</p>

### 1.3 O cenário agrícola brasileiro

O setor agrícola é considerado um dos principais setores da economia brasileira, tendo fundamental importância no crescimento do País. Além disso, o agronegócio vem apresentando importante participação no saldo da balança comercial brasileira. Em termos de cadeia produtiva, é o motor do desenvolvimento de outros setores, como o setor de máquinas e implementos, indústria de agroquímicos, etc. Por fim, tem papel relevante na produção de alimentos, energia e fibras.

Os anos de 2002 e 2003 marcaram positivamente o setor agrícola brasileiro com resultados excepcionais. Nesse período o PIB do agronegócio cresceu 8,37%, segundo levantamento do Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada (CEPEA). Em 2003 os dados da balança comercial foram surpreendentes: o superávit agrícola atingiu US\$ 24 bilhões, quase 20% superior ao de 2002 e o agronegócio respondeu por 33,8% do PIB, 40,4% das exportações e foi responsável por 18 milhões de empregos, equivalente a 37% do total (CEPEA).

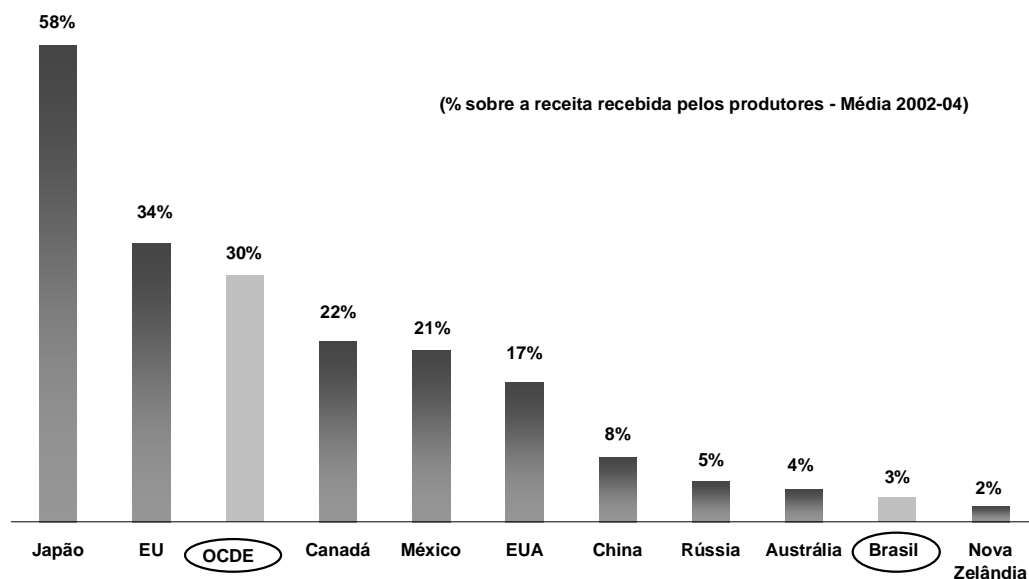
Tais resultados foram frutos de diversos fatores dentre os quais se destacam a pesquisa agrícola, o investimento em insumos e maquinário modernos, que propiciaram aumento de produção e produtividade, uma taxa de câmbio favorável e, sobretudo, uma conjuntura internacional extremamente propícia em termos de demanda e de preços.

De acordo com Solimeo (2005), no entanto, na safra 2004/2005, muitos desses fatores se reverteram. O drama da agricultura decorreu da convergência de problemas climáticos e sanitários, o insucesso do ajuste do setor público com impostos elevados e infra-estrutura deteriorada.

Os diversos insumos utilizados na agricultura foram adquiridos com um dólar acima do patamar da época de comercialização da safra. O câmbio valorizado derrubou os preços recebidos pelos produtores e desnivelou os termos de troca que ficaram desfavoráveis à agricultura. Os juros também foram maiores para o setor rural. A safra que era estimada em 132 milhões de toneladas apresentou quebra de 13,8%, cerca de 18 milhões de toneladas, além de redução significativa da produtividade (BANCO CENTRAL, 2005).

Após um período de euforia com expressivos recordes de crescimento, nos anos de 2002 e 2003, o setor agrícola viveu um ano modesto em 2004. A queda dos preços médios das *commodities* no mercado internacional, neste ano, afetou negativamente as principais economias agroexportadoras de acordo com a Confederação Nacional da Agricultura (CNA, 2005). Os Estados Unidos sofreram queda da receita com a comercialização dos produtos agropecuários e atenuaram o efeito sobre o setor com pagamentos governamentais. Os subsídios diretos aos produtores totalizaram US\$ 23 bilhões, representando 27,7% da renda líquida dos produtores norte-americanos naquele ano. Portanto, para cada US\$ 4.00 de renda do produtor, US\$ 1.10 foi proveniente do Tesouro Americano.

No Brasil, os produtores, não contam com essa mesma ajuda direta, estudo da OCDE evidência, que o subsídio aos produtores no Brasil foram estimados em 3% ante uma média de 30% nos países membros da OCDE (Figura 10).



**Figura 10 - Estimativa dos “subsídios” dados ao produtor no Brasil e em países selecionados**

Nota: Para China e Rússia: média de 2002-03

Fonte: OCDE, 2005

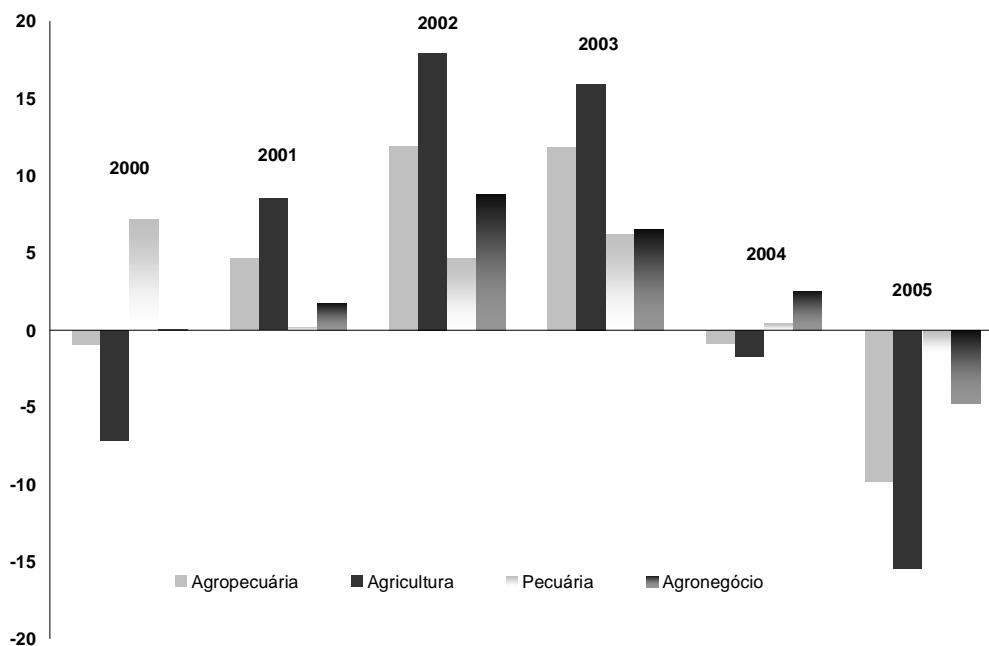
Esses subsídios de apoio doméstico à produção e comercialização, ou os subsídios às exportações, conferem competitividade artificial aos produtores e exportadores dos países, principalmente os desenvolvidos.

Essa situação crítica enfrentada pelo setor agrícola nesse período, levou a algumas manifestações por parte dos produtores, com o objetivo de buscar ajuda governamental para o setor. Após a realização do “tratorço”<sup>6</sup> foram divulgadas pelo Governo Federal medidas de prorrogação de parcela dos financiamentos de custeio e de investimento, consideradas paliativas pelo setor.

Em 2005, a lavoura apresentou redução de 0,72% na produção física e queda dos preços médios reais em torno de 14,85%, combinação que reduziu drasticamente a renda agrícola do agricultor (CEPEA, 2005). Diversos fatores contribuíram para esse cenário em 2005, um seguro rural incipiente, a perda da produção física das lavouras, o aumento dos estoques mundiais de passagem com impacto negativo nos preços das *commodities*; e ainda, a taxa de câmbio desfavorável devido a valorização do real em relação às principais moedas.

Dados da CNA indicam que o aumento de 2,6 pontos percentuais, autorizado pelo Banco Central, na taxa Selic, ao longo de 2005, ampliou a taxa média para 18,9%, bem superior aos 16,3% registrados em 2004. O resultado foi o aumento da conta de juros paga pelos produtores em R\$ 224,6 milhões, considerando apenas o volume de recursos de custeio de R\$ 8,640 bilhões a taxa de juros livre concedido em 2005. O PIB da agropecuária caiu 4,7% em 2005, o equivalente a R\$ 26,26 bilhões. A Figura 11 ilustra a taxa de crescimento da agropecuária, agricultura, pecuária e do agronegócio brasileiro evidenciando suas perdas acentuadas no ano de 2004 e principalmente 2005.

<sup>6</sup> Movimento que reuniu milhares de produtores rurais na Esplanada dos Ministérios, em Brasília, cuja última edição foi em junho de 2005.



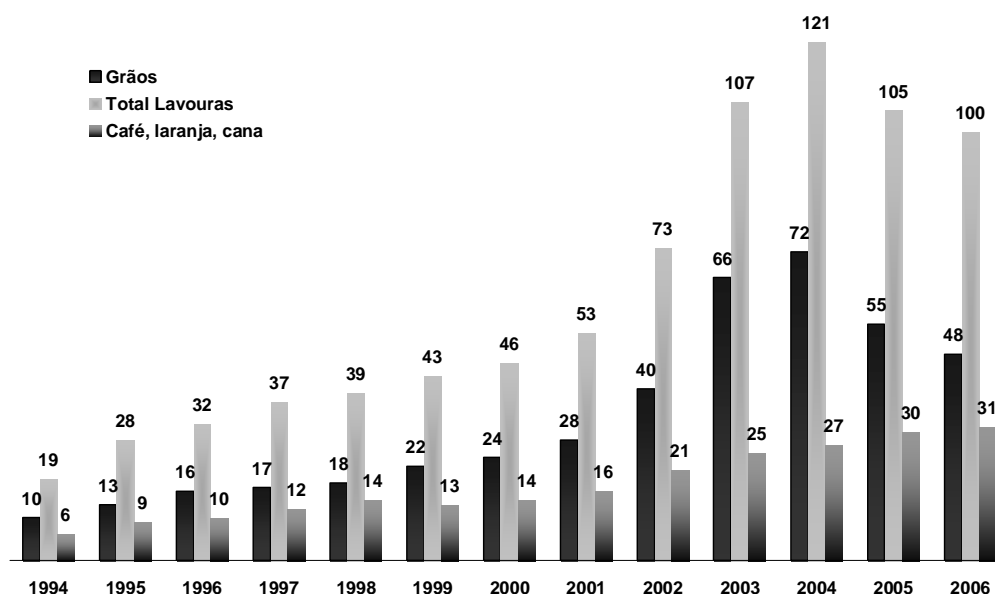
**Figura 11 - Taxas de crescimento anuais da agropecuária, agricultura, pecuária e agronegócio brasileiro - 2000 a 2005.**

Fonte: CNA

A consequência da combinação de tantos fatos negativos foi uma crise sem precedentes que impôs perdas a todos os setores agrícolas brasileiro no ano de 2005.

Em 2006, o setor rural sofre o rescaldo da crise que iniciou-se em 2004 e foi agravada em 2005. As receitas dos produtores rurais continuaram sendo afetadas pela política cambial, embora os custos de produção tenham reduzido um pouco, com a estabilização do dólar, mesmo que baixo.

Além dos problemas climáticos nas safras 2004/05 e 2005/06, registrou-se um cenário de custos e preços adversos para a atividade agropecuária, em especial, para os grãos (Figura 12).



**Figura 12 - Comparação da produção de grãos e outras lavouras (R\$ bilhões).**

Fontes: IBGE e FGV (in MB Associados, 2006).

A agricultura viveu assim o que foi considerado pelos entrevistados da pesquisa a pior crise enfrentada pelo setor nos últimos 30 anos. O biênio 2005/2006 foi marcado com perdas acentuadas para a agricultura brasileira, estimadas em R\$ 30 bilhões (CNA, 2006). O Quadro 05 resume o “ambiente rural” vivido pelo setor nos últimos anos.

#### **Quadro 05 - Comportamento dos principais pontos do setor rural de 1994 a 2006**

ITEM	1999 A 2004	2005 E 2006
Área	Forte expansão	Retração
Câmbio	Desvalorizado	Valorizado
Preços	Favoráveis	Desfavoráveis
Doença	EUA e EU	Brasil
Exportação	Dobra	Cresce
Renda	Cresce	Diminui
Imobilização	Alta	Alta
Dívidas	Com liquidez	Sem liquidez

Fonte: PINAZZA (2006)

Já para 2007, segundo a Agroconsult (2006), o fluxo de renda da agricultura brasileira, deverá melhorar e marcar o início de um novo ciclo de crescimento. Porém, o estoque de dívidas contraídas e o caminho escolhido para seu saneamento vão determinar a extensão e a intensidade da nova fase de crescimento e se, de fato, a crise e seus efeitos estarão superados.

#### **1.3.1 A inadimplência do setor agrícola e o custo do capital para financiamento**

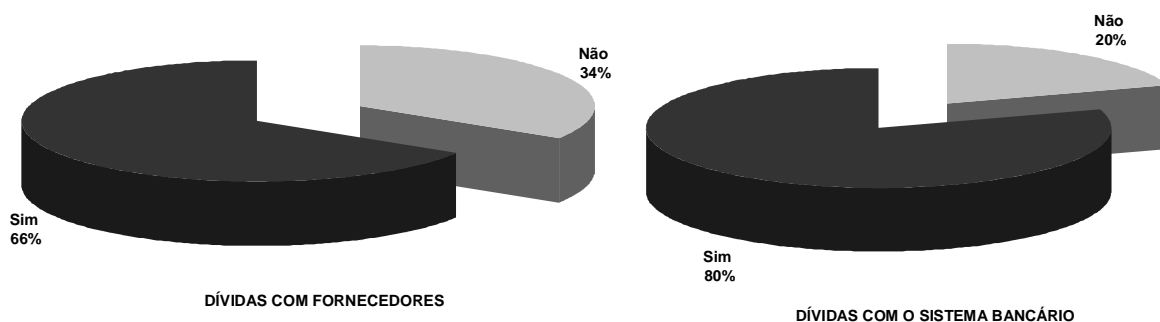
Com a crise de renda agrícola, o primeiro impacto é sobre o fluxo de caixa dos produtores. A receita com a venda da produção é insuficiente para pagar as despesas de custeio da safra, dos investimentos realizados, das parcelas das dívidas e das compras junto aos fornecedores privados de insumos. Isso porque o preço de mercado, na maioria das regiões produtoras, estava abaixo do custo de produção (CNA, 2006).

Os produtores contraíram dívidas de diversas naturezas e com diversos credores. Segundo levantamento da Agroconsult realizado para a ANDA (Associação Nacional de Difusão de Adubos e Corretivos), as dívidas dos produtores referentes às safras 2004/05 e 2005/06 junto às empresas fornecedoras de insumos e *tradings*, que ainda não haviam sido saldadas até 30/09/2006 ou postergadas para serem pagas com as safras futuras, eram de R\$ 7,2 bilhões e estavam concentradas nas regiões Centro-Oeste (57% do total) e Sul (23%), e nas lavouras de soja (71,1%), algodão (11,6%) e milho (9,6%).

As figuras<sup>7</sup> 13 e 14 evidenciam essa situação em relação às dívidas enfrentada pelos produtores brasileiros.

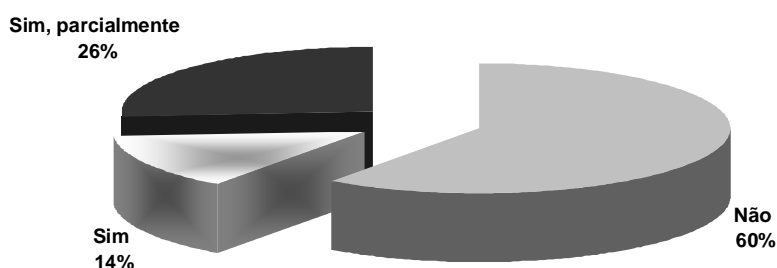
<sup>7</sup> Pesquisa realizada pela CNA, através do Projeto Conhecer. Consulta sobre a crise na agricultura. Consolidação final em abril de 2006.





**Figura 13 - Dívida dos produtores rurais**

Fonte: CNA(2006)



**Figura 14 - Percentual de produtores que conseguiram honrar seus compromissos financeiros no ano de 2006**

Fonte: CNA

O endividamento do setor ao longo de décadas passadas foi motivado pela implantação de diversos planos de estabilização econômica e conduta irregular de instituições financeiras que inflaram as dívidas do setor.

Fronzaglia e Gonçalves explicam que:

A política de desenvolvimento industrial via modernização da agricultura forjou um sistema de crédito rural, no qual o paternalismo associado ao patrimonialismo brasileiro criou a política de crédito estatal que eliminou as sinalizações que ofereceriam maior eficiência na aplicação de recursos. Criou-se, portanto, uma enorme ineficiência no uso desses recursos, além da má reputação das políticas públicas de crédito rural e da cultura de concentração e distorção do uso do crédito rural (FRONZAGLIA E GONÇALVES, 2006).

O final do modelo agrícola apoiado em recursos públicos coincidiu com o período de intenso esforço de controle da inflação, que se deu por sucessivos “planos econômicos”. Uma das características desses planos era a desindexação da economia, que, entre outros tantos efeitos, envolvia ajustes em ativos (patrimônio) e passivos (dívida) da agricultura. Desse processo, os agricultores emergiram com uma dívida com a qual ciclicamente se debatem (BARROS, 2006).

O desafio fundamental é montar um sistema que permita superar o histórico de constante e recorrente inadimplência no pagamento das dívidas do crédito rural. Esta situação torna o sistema cada vez mais rígido devido ao serviço dos refinanciamentos anteriores.

O trabalho de Gasques et al., (2006), analisa os gastos da União com renegociações de dívidas dos agricultores mostrando valores elevados em relação a compromissos assumidos. Para a União os custos decorrem dos encargos assumidos no ato de uma renegociação, nas prorrogações dos prazos e pelas mudanças realizadas nos encargos assumidos pela União ao longo dos contratos. No período 1998 a 2005, as despesas da União com a dívida agrícola, somaram aproximadamente R\$ 22,60 bilhões (Tabela 01).

**Tabela 01 - Despesas da união com renegociações**

ANO	MIL R\$ DEFLACIONADOS*
1998	3.366.444
1999	2.626.157
2000	3.675.299
2001	2.786.968
2002	2.207.169
2003	3.257.110
2004	1.263.510
2005	3.386.505
<b>TOTAL</b>	<b>22.569.163</b>

In Gasques, 2006

\* Deflacionados pelo IGP-DI da FGV

Fonte: STN

FRONZAGLIA E GONÇALVES analisam esta situação:

O custo do capital para financiar a agricultura é determinante na sua competitividade. Independente de qual for o sistema de crédito vigente e seu ambiente institucional, a conta do custo do capital concedido à agropecuária terá de ser paga, seja via consumo ou impostos. No entanto, o montante a ser despendido pela sociedade para custear a produção agropecuária pode variar conforme a eficiência do sistema de financiamento da produção, armazenagem e comercialização agrícola (FRONZAGLIA E GONÇALVES, 2006).

Barros (2006) analisa a crise enfrentada pelos produtores e sua relação com o setores privado e público:

Com a exaustão dos recursos públicos, as atividades agropecuárias são de forma extensiva financiadas pelos compradores de produtos e/ou fornecedores de insumos. Os custos desses financiamentos ligam-se aos juros da economia e crescem na proporção em que aumenta a procedência de recursos do setor privado. As crises que se sucedem sugerem que produtores agropecuários e grandes agroindústrias de processamento e de insumos e bens de capital não têm gerenciado adequadamente os riscos da atividade. Com isso, produtores voltam-se ao setor público para obter reescalonamento das dívidas como forma de amenizar os prejuízos daquelas agroindústrias e manter a normalidade no mercado de crédito, garantindo condições para que o agronegócio continue produzindo.

As crises do agronegócio tendem a se repetir com certa periodicidade porque quando os preços estão altos, os investimentos aumentam (novas dívidas são assumidas), a produção cresce e, em consequência os preços caem (principalmente se a economia estiver crescendo pouco). Logo a rentabilidade diminui, podendo chegar ao ponto de insolvência. Ocorre então

uma renegociação da dívida e o setor volta à “normalidade temporária” até que uma nova alta de preços ocorra e o processo se repita (BARROS, 2006).

Estabelecida a crise de liquidez e dívida, o primeiro momento exige total concentração no encaminhamento da questão financeira. As recentes medidas governamentais não resolveram, mas aliviaram a pressão. Da mesma forma, os fornecedores enfrentam a difícil tarefa de selecionar riscos no refinanciamento parcial de seus créditos. Neste momento, é fundamental que os produtores façam esforços para recuperar a eficiência microeconômica, muitas vezes perdida por conta da velocidade da expansão (concentração da produção nas melhores áreas, rotação de culturas, etc).

Para alguns estados brasileiros, 2007 e 2008 deverão representar anos de transição. Espera-se que as rentabilidades alcançadas permitam que os produtores coloquem as contas em ordem para uma nova fase de investimentos e expansão esperada a partir de 2009.

## CAPÍTULO 2

### O CAPITAL FINANCEIRO NO CAMPO: PROLIFERAÇÃO DE MECANISMOS E APERFEIÇOAMENTO DE INSTITUIÇÕES

#### 2.1 Movimento do capital e o sistema de crédito

A modernização da agricultura, mais do que um processo de incorporação de inovações tecnológicas oriundas da indústria, significou também a inserção do setor agropecuário ao circuito do capital financeiro. Implicando não só na própria subordinação da agricultura ao poder regulador da política monetária do Estado, sob o comando das autoridades monetárias, como colocando o mercado financeiro como parâmetro de referência às decisões de produção e investimento dos agentes econômicos que operam na agricultura e na agroindústria.

O conceito de capital financeiro foi desenvolvido por Hilferding (1985), utilizando a expressão como uma idéia mais concreta e institucional, no sentido de descrever o fato histórico da unificação do capital produtivo com o capital bancário, sob a hegemonia deste último. Na verdade o capital financeiro não é uma forma específica de capital, a exemplo do capital industrial, agrário, comercial e bancário, mas sim uma nova categoria institucional. Que Hilferding definiu como:

... o capital bancário, isto é, capital em forma de dinheiro, que deste modo se transforma em capital industrial. Frente aos proprietários mantêm sempre a forma de dinheiro, é investido por eles sobre a forma de capital monetário, de capital produtor de juros, e pode sempre ser retirado sobre a forma de dinheiro.

Harvey analisando o trabalho de Marx comenta que o autor nunca fez uso dessa expressão:

O conceito de capital financeiro tem uma história particular dentro do pensamento marxista. O próprio Marx nunca usou essa expressão, mas deixou para a posteridade uma série de escritos não muito articulados sobre o processo de circulação de diferentes tipos de capital-dinheiro. A definição de capital financeiro que derivaria da perspectiva Marxista relaciona-se com o tipo particular do processo de circulação de capital que se baseia no sistema de crédito. Os autores posteriores tenderam a abandonar esse ponto de vista do processo e passaram a tratar o conceito referindo-se a uma configuração particular de alianças dentro da burguesia, um bloco de poder que exerce imensa influência sobre os processos de acumulação em geral (HARVEY, 1982, p. 287).

No entanto a expressão “capital financeiro” vem sendo usada por outros autores, para explicar características marcantes de nosso tempo. Um exemplo foi a profunda e fundamental análise sobre o desenvolvimento da agricultura na lógica do capitalismo financeiro realizado por Delgado. Usando o conceito de capital financeiro, aprofundando os diversos formatos com que as associações entre capitais se instalam e se reproduzem nas transformações setoriais, passando a ser beneficiado pelo crédito subsidiado pelo sistema bancário

institucionalizado. A “necessidade de financiamento se torna crescente, uma vez que, tanto a elevação da capacidade produtiva quanto as necessidades de financiamento na agricultura passam a depender cada vez mais de recursos adquiridos no mercado” (DELGADO, 1985, p. 21).

Ocorre assim uma integração com o setor urbano, um modelo de desenvolvimento agrícola promotor de aspectos empresariais, modernos e dinâmicos do negócio rural. Uma modernização, um sistema de integração com indústria e sociedade urbanas; cada vez mais os mercados agrícolas confundem-se entre si e aos urbanos. Dessa forma o capitalismo foi dominando a agricultura como um todo com a internacionalização do capital financeiro diminui-se a função do setor público agrícola, para dar lugar ao “mercado”.

Silva (1994) define a expressão “mercado”, ressaltando que em economias capitalistas, a produção é uma atividade privada, a riqueza reprodutível é mercadoria e a instituição por meio da qual se obtém a coordenação é, fundamentalmente, o mercado.

Gonçalves et al. (2005) ressaltam que conceituar as transformações históricas da estrutura do capital seria importante para uma devida compreensão dos elementos subjacentes à quadra atual do desenvolvimento capitalista. Essa leitura é dividida em três momentos, o primeiro marcado pela permanência do capital agrário no espaço produtivo. No segundo momento, “com o processo de industrialização as transformações da agricultura forjam a unicidade do capital produtivo com a fusão do antigo capital agrário com o novo capital industrial”. Já no terceiro momento, esse avanço da reprodução ampliada do capital cunha a transformação dos diversos capitais no capital financeiro.

Esse processo do “capital financeiro” também cunha papéis transacionáveis na órbita financeira com negociações de produtos à distância em tempo real e ao realizar vendas defasadas no tempo, como as vendas antecipadas que no momento do negócio transacionam uma mercadoria virtual a ser ainda produzida. “Com isso, o ativo financeiro ainda que referenciado numa mercadoria face aos lastros com ativo real, representa a face da mercadoria visualizada tão somente pelo seu valor de troca e desprovida do seu valor de uso” (GONÇALVES et al. 2005, p.20).

Carvalho (1994) recorre a Marx para explicar a gênese do sistema de crédito e seu papel ao nível do movimento do capital em geral. Marx desenvolveu seus estudos voltados fundamentalmente para a explicação das “leis do movimento do capital em geral”. Não teve a intenção de desenvolver uma análise pormenorizada do funcionamento do sistema de crédito e dos seus instrumentos, mas sim destacar alguns pontos necessários para melhor caracterizar o movimento do capital em geral no modo de produção capitalista.

Gonçalves (2005) também utiliza conceitos desenvolvidos por Marx, como reprodução simples e reprodução ampliada, para explicar a presença do crédito como elemento indispensável ao processo de desenvolvimento capitalista. Marx derivou a sua proposição da fundamentação teórica, subjacente à sua teoria, das funções do dinheiro e do desenvolvimento do dinheiro de crédito como uma necessidade interna do capitalismo. Para o autor é preciso romper com a leitura típica da reprodução simples do capital que consiste no processo da situação anterior da agricultura antes de se engendrar o rigoroso processo de transformação levado a cabo no mundo desde o final do século XIX e consolidado no Brasil na década de 80 do século XX.

Na produção de mercadoria simples, o produtor vende seu produto a fim de adquirir outros, que satisfaçam suas necessidades específicas. Começa com mercadoria, transformando-as em dinheiro e este novamente em mercadoria. Marx designa esse circuito simbolicamente com M-D-M. No capitalismo, por outro lado, o capitalista, vai ao mercado com o dinheiro, compra mercadorias e então após o processo de conclusão da produção volta ao mercado com um produto que novamente transforma em dinheiro, conhecido com D-M-D (SWEEZY, 1976).

Na reprodução simples o objetivo é obter produto para seu consumo ou venda de excedente e na reprodução ampliada o lucro ( $D' > D$ ).

O dinheiro que aparece na primeira forma como simples meio, aparece na segunda como meta final da circulação, enquanto a mercadoria, que na primeira aparece como meta final na segunda forma aparece como simples meio. (MARX, 1982, p. 91)

Sobre as interpretações de Marx, Gonçalves (2005, p.20) coloca que, “a reprodução ampliada do capital inseriu de forma plena a agricultura na lógica da financeirização da riqueza num universo globalizado”. Que Braga (1993: 26 apud LEITE, 1998) define como “expressão geral das formas contemporâneas de definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo”.

As vendas de títulos do agronegócio no mercado financeiro obedecem à plenitude da lógica da valorização do capital, fixada na concepção de reprodução ampliada do capital, onde para efeito desse espaço de apropriação de mais-valia representado pelo mercado financeiro, busca-se a maximização da diferença  $D-D'$ , o circuito típico do capital financeiro a juros (GONÇALVES et al., 2005).

A tendência à autovalorização do capital monetário a juros procura abolir o processo produtivo, sua fonte de valorização, como indica a fórmula abreviada  $D-D'$ . Assim, o capital atinge sua forma mais desenvolvida, como capital financeiro e capital fictício, materializado na variedade das moedas, mas principalmente na gama de papéis e títulos, privados e públicos, que constitui a massa de riqueza financeira do capitalismo mundial de nossos dias (CORAZZA 2004, p.2).

Numa economia capitalista, ao contrário de uma economia mercantil simples ( $M-D-M$ ), o circuito de valorização do capital segue a lógica  $D-M-D'$ . Como Marx, Keynes “toma esse circuito com referência para desenvolver o conceito de economia capitalista como sendo uma economia monetária da produção ou economia empresarial”. (CARVALHO: 1994 p.55).

Carvalho (1994) evidencia que o crédito de capital sempre corresponde a um valor acrescido de mais-valor, no futuro, parcela dele pode deixar de ser aplicado produtivamente para ser destinado ao mercado financeiro e assumir, a forma de capital fictício.

Sobre o capital fictício (CORAZZA, 2004, p.10) diz:

A possibilidade de existência do capital fictício decorre da própria natureza do dinheiro, enquanto forma autônoma de existência do valor, e se acentua com o desenvolvimento do sistema de crédito e especialmente do capital a juros. O capital fictício surge, assim, da própria forma capital-dinheiro e se desenvolve através de sua circulação como capital monetário a juros, no âmbito do sistema de crédito.

Uma ação produtiva do produtor exige dinheiro ( $D$ ), para aplicar na atividade produtiva. Nesse momento, explicita-se a presença do crédito como elemento indispensável à solidez do padrão de financiamento.

O capitalista não precisa de poupança, mas de ter acesso ao crédito, pois este permite que o investimento se autofinancie. Tendo acesso ao crédito, (para gastar e principalmente investir) o capitalista pode determinar a sua receita futura nos níveis em que pretende. Sendo assim, o potencial de investimento encontra o seu limite no lucro, pois a capacidade de endividamento depende, principalmente, do estado de liquidez da empresa.

O desenvolvimento do sistema de crédito e a consolidação dos juros<sup>8</sup> como um atributo inerente do dinheiro, dão as condições institucionais para o estabelecimento do circuito de valorização do capital fictício. Nessa circulação financeira, viabilizada por instituições especializadas, sob a regulação do Estado, o capital produtor de juros assume a forma de ativos financeiros e monetários que passam a concorrer com os ativos reais (CARVALHO, 1994).

## 2.2 O sistema financeiro no desenvolvimento capitalista

Goldenstein (1994) procura esclarecer os conceitos de sistema financeiro e padrão de financiamento, mostrando suas diferenças mais importantes. O padrão de financiamento é entendido como a “forma pela qual os recursos são mobilizados em uma economia capitalista” (p.58). Enquanto o sistema financeiro é visto como “uma das peças de seu padrão de financiamento” (p.60). É o padrão de financiamento e não o sistema financeiro que cria “as bases de financiamento de expansão capitalista” (p.60).

Existem evidências suficientes de que um sistema financeiro desenvolvido provoca impactos positivos na economia. Assim, o aprofundamento e alargamento do sistema financeiro proporcionam condições favoráveis para o aumento da produtividade, a acumulação de capital, o aumento de poupanças e investimentos e o crescimento econômico (SMITH, 2004).

O papel do sistema financeiro tem sido exaustivamente ressaltado. O primeiro que entendeu sua importância foi Schumpeter (1928) que ao estudar a dinâmica das economias capitalistas percebeu que o financiamento é um fator importante no processo de desenvolvimento, pois é capaz de financiar o processo de inovação. Keynes (1982) reconheceu a importância do setor financeiro ao entender como se dá a fragilidade do sistema capitalista (PIRES, 2005).

O papel primordial do sistema financeiro dentro do sistema econômico é facilitar a alocação dos recursos, facilitando a troca de bens e serviços e a transferência da poupança entre fornecedores e tomadores finais.

Tavares (1983, p.109 apud CARVALHO, 1994) cita as três grandes funções operacionais dos sistemas financeiros: criar crédito ampliado com base nas relações de débito-crédito entre empresas, famílias e instituições financeiras; intermediar a transferência de capital de empréstimo através da diversificação e acumulação de ativos financeiros das empresas e instituições financeiras superavitárias para as deficitárias e comandar, gerir e direcionar os volumes de crédito acumulados na forma de capital-dinheiro através do adiantamento de financiamento a longo prazo aos grandes projetos produtivos e de capital social básico.

Bresser-Pereira (2005, p.141) ressalta que o setor financeiro atualmente tem um papel privilegiado em sua determinação. Em princípio, esse poder é prerrogativa dos bancos centrais e ministérios da fazenda, mas, em termos práticos, as instituições financeiras privadas têm uma voz decisiva sobre o assunto.

Chesnais (1996), afirma que o setor financeiro é a ponta de lança da globalização ou mundialização do capital. E, emprestando um conceito da teoria da regulação, acrescenta que o capitalismo mundial é hoje caracterizado “por um regime de acumulação<sup>9</sup> predominantemente financeiro”.

<sup>8</sup> “Marx admite que a taxa de juros seja determinada no mercado monetário pela oferta e demanda do dinheiro” (CARVALHO 2004, p. 42).

<sup>9</sup> Para entender melhor a existência da noção de regime de acumulação na teoria regulacionista, seu conceito é definido por (BOYER, 1990, p.71) como: “conjunto das regularidades que asseguram uma progressão geral e relativamente coerente da acumulação do capital, ou seja, que permitem absorver ou repartir no tempo as distorções e os desequilíbrios que surgem permanentemente ao longo do próprio processo”.

A economia capitalista moderna conta com uma estrutura financeira, onde se contempla um sistema bancário desenvolvido e a existência de mercados organizados de ações, para prover às empresas crédito de curto prazo, necessário ao período inicial de produção, em uma primeira etapa e, em outra, dar condições das mesmas consolidarem essas obrigações de curto prazo através de emissões de títulos de longo prazo (Minsky, 1986).

Chick (1986) apresenta vários estágios de evolução do sistema bancário, desde a fase primitiva dos bancos, em que estes eram numerosos e pequenos, além de semi-isolados geograficamente, até a fase mais recente da evolução bancária, que pressupõe a existência de um banco central em sua função de prestador de última instância do sistema bancário e o desenvolvimento de técnicas de administração do passivo por parte dos bancos, deixando os depósitos de serem uma consequência passiva da política de empréstimos dos bancos.

Carvalho (1994, p.97) coloca que a percepção sobre o estágio de evolução do sistema bancário, juntamente com a teoria do investimento de Keynes, permite que se forme uma visão alternativa sobre o financiamento dos investimentos e sobre o papel do sistema financeiro numa economia monetária. “Ou seja, com o advento do sistema financeiro moderno, este deixou de ser um simples intermediador de poupanças individuais e o crédito se converteu numa operação contábil de criação simultânea de ativos (empréstimos) e passivos (depósitos)”.

Estudos empíricos apontam uma relação entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro. Existem dois conceitos associados a esse debate. O primeiro deles, o de “*Demand Following*”, admite que instituições e serviços financeiros são criados na medida da necessidade de recursos para proporcionar o desenvolvimento, ou seja, o sistema financeiro cresce com a economia, mas pode restringi-lo, caso seja mal utilizado. O segundo, em termos de “*Supply Leading*” admite que o desenvolvimento pode ser induzido através da criação de instituições financeiras e fornecimento de serviços financeiros adequados (SMITH, 2004).

Mesmo com análises apoiadas em teorias monetárias rudimentares, rejeitando a possibilidade de papel moeda puro, Hilferding (1985) conferiu aos bancos e ao capital financeiro um papel fundamental no desenvolvimento capitalista.

Schumpeter (1912) já evidenciava o papel dos bancos no financiamento das inovações tecnológicas. Hicks (1998) relatava que a Revolução Industrial teve que esperar pela revolução financeira.

### **2.2.1 O Banco do Brasil como principal financiador do setor agrícola**

Hicks (1998) define banco como “um intermediário entre aqueles (depositantes) que lhe emprestam e aqueles que lhe pedem emprestado”. Porém o sistema bancário tornou mais complexo e crucial e não é visto mais como um mero agente intermediador de empréstimos entre poupadores e investidores.

Os bancos, em especial o Banco do Brasil (BB), desempenham um importante papel na alavancagem de recursos aos financiamentos rurais. A decisão de transformar o banco em fonte importante de apoio financeiro ao setor rural data do final do século XIX, quando começou a estabelecer uma política agrícola no Brasil.

Coube ao Banco do Brasil suprir a maior parte das necessidades de crédito rural. Na época da implantação do SNCR, em 1965, o Banco já participava com 54% do total, chegando a cair para 50% em 1968, com a Resolução 69. Todavia, com o crescimento do papel das Autoridades Monetárias no sistema, a participação do banco oficial atingiu 63% já em 1971 e chegou ao máximo em 1979 com 79,2% (COELHO, 2001).



A conta movimento do Banco do Brasil foi extinta em 1986, ano que foi criada a primeira poupança rural destinada a captar recursos do público para serem aplicados na agricultura, começando a operar em 1987. Nesse processo de modernização o BB desempenhava o papel de capital financeiro do setor agrícola, que contava com baixa participação dos bancos privados.

De acordo com (LAMOUNIER, 1994, p. A-14):

O Banco do Brasil foi e ainda é o grande grupo tecno-burocrático a influir nas questões agrícolas [...] O poder do BB resultou de seu papel na concessão de crédito agrícola. Foi historicamente, o principal estimulador da agricultura brasileira, por meio da concessão de crédito farto e subsidiado.

O Banco do Brasil, na avaliação de Leite (1998), ainda continuaria como um dos principais agentes financeiros do setor público, com o repasse de financiamento para produtores rurais e agroindústrias. Entre 1989 e 1995, além dos recursos do Tesouro, contou com a poupança rural que teria sido responsável por mais de 40% da oferta monetária ao setor rural.

Atualmente o banco é responsável por quase 54% do saldo do Sistema Financeiro de Crédito Rural utilizado como um dos principais instrumentos da política agrícola do governo federal, não só para concessão de empréstimos, mas também em programas de sustentação de preços mínimos.

A importância do crédito para a agropecuária e, a crescente escassez do mesmo fez surgir novas alternativas de financiamento. Com isso o Banco do Brasil procurou mudar seu papel histórico no setor para o de indutor do processo de estímulo ao emprego de mecanismos de mercado. Os leilões, a captação de recursos no exterior, a CPR e os novos títulos agrícolas, são alguns mecanismos que o BB tem procurado consolidar. A estratégia do BB é viabilizar as novas formas de financiamento e comercialização no *agribusiness* brasileiro, de modo a abrir espaço no orçamento do governo aos pequenos e médios produtores. (LIMA, 2002).

### **2.3 As inovações tecnológicas, o financiamento e as instituições financeiras no setor agropecuário**

Schumpeter colocava que o progresso técnico faz parte do mundo capitalista. Não, porque isto melhora a vida do trabalhador, mas porque aumenta a mais-valia relativa. É natural que também no mercado financeiro exista progresso técnico. Os chamados “derivativos”, títulos negociados no mercado de futuros são um exemplo disso: são característicos de uma fase mais avançada do capitalismo.

O nome destes títulos financeiros vem de sua origem, pois o mercado de futuros é derivado do mercado físico. Os derivativos nada mais são do que uma forma de seguro para o preço dos títulos do mercado físico, o chamado *hedge*. Com o passar do tempo, surgiram mais e mais títulos para negociar no mercado futuro. Cada nova modalidade de aplicação pode ser considerada uma “inovação tecnológica”.

Além do surgimento de várias modalidades de aplicação, o meio físico e a forma de realizá-las também se modificaram com tempo. Os pregões computadorizados estão tomando o lugar dos pregões “viva voz” e as aplicações podem ser feitas por telefone ou por computador, etc. É para esse mercado financeiro globalizado (porque único, em termos práticos) que o Capital migrou.

Gonçalves (2005) coloca que o capitalismo não está apenas submetido ao desígnio de revolucionar sempre os meios de produção, mas também as relações sociais e econômicas de

produção. Assim, o processo histórico revoluciona o modo de vida criando mercadorias e mercados, enquanto espaços para a valorização crescente do capital na sua saga de levar ao limite a possibilidade de sua reprodução.

Os chamados agrosserviços financeiros emergiram do capitalismo contemporâneo e são típicos da modernidade setorial. Trata-se de corretoras que atuam com produtos da agricultura negociando “papéis” nas Bolsas de Mercadorias, fundamentais na nova forma de capital financeiro para atuarem como facilitadoras de negócios nos vários espaços dos agromercados. Além das empresas de assessorias de gestão financeira e de acompanhamento de mercados agrícolas (GONÇALVES, 2005).

Com o desenvolvimento da economia, as instituições financeiras começaram a participar como facilitadoras de operações que levavam a uma aceleração do próprio processo de desenvolvimento econômico. Com o processo de transformação sofrido pela política agrícola brasileira, essas instituições se adaptaram, aperfeiçoando mecanismos já existentes e criando outros instrumentos capazes de sustentar a nova forma de financiamento rural.

Para Gonçalves (2005), as bolsas de Mercadorias surgem e aprimoram-se desde o século XIX para crescentemente assumirem esse papel estratégico para o desenvolvimento capitalista, na mesma medida em que as instituições bancárias avançaram para dar conta do processo de financeirização da riqueza. A escala global que ganhou corpo no sistema financeiro, face mais visível da globalização produziu e aperfeiçoou distintos mecanismos de ampliação da capacidade de financiamento da produção, fazendo a mediação entre a produção física e seu espelho financeiro, enquanto elemento intrínseco da moderna economia monetária de produção.

“Tal como o crédito subsidiado empurrou os agropecuaristas para dentro das agências bancárias, há que se pensar meios de se familiarizarem com os pregões e outras modalidades do mercado de títulos financeiros” (GONÇALVES, 2005, p.17).

Hilferding (1985) destacou a centralidade do elemento financeiro no desenvolvimento capitalista do século XX. Comentando que as negociações de títulos de renda que processam nas bolsas de valores envolvem apenas a transferência de propriedade que pode ocorrer independentemente do curso da produção e sem qualquer efeito sobre ela.

Essa agricultura tida como moderna exige do produtor rural alguns conhecimentos da área financeira também revela certas características pessoais do bom produtor rural: visão sistêmica da sua atividade empresarial, conhecimento dos riscos envolvidos com cada decisão, capacidade e habilidade em reunir e analisar as alternativas existentes no mercado financeiro. Desdobramentos em termos da tomada de decisão, no processo de condução do negócio agrícola, especialmente no que diz respeito à assunção de risco associados a: novas tecnologias, novos produtos/culturas, estratégias de venda, etc.

O conceito de empreendedorismo teve destaque na obra de Schumpeter (1883-1950), associado, de forma inequívoca, ao conceito de inovação. Schumpeter concebe o empreendedor como o agente de mudanças que desempenha o papel de motor do sistema econômico através da introdução da inovação em alguma atividade e o aproveitamento de oportunidades de negócios. O campo tornando uma empresa e o produtor rural um empreendedor.

Para sobreviver num mundo competitivo, a firma tem que elaborar estratégias competitivas visando aumentar os seus lucros monetários e o seu potencial de crescimento econômico. De acordo com (CARVALHO, 1994, p.61):

Apesar das atividades de produção e investimento produtivo se constituírem a principal preocupação da firma, esta é identificada como uma instituição que controla ativos produtivos e que, para

colocá-los em ação ou para expandir sua capacidade produtiva, pode absorver recursos do mercado financeiro.

Um sistema de crédito rural em regime de economia de livre mercado deve contar com uma grande participação do sistema financeiro privado. O governo busca atrair mais capital privado para o financiamento do agronegócio, deixando as instituições financeiras privadas com o papel de financiar a agricultura comercial profissionalizada e a agroindústria. E direcionando recursos oficiais aos pequenos produtores.

No capitalismo moderno vem crescendo a proporção das operações de financiamento que envolvem a emissão de títulos por intermédio de empresas especializadas para tal fim, as instituições financeiras (CARVALHO, 1994).

Para Silva (1994), uma das atividades mais importantes desenvolvidas por estas instituições é a chamada intermediação financeira, onde a empresa atua como um intermediário entre os tomadores de recursos externos e os agentes dispostos a adquirir ativos financeiros. A reprodução do capital ultrapassa a estrutura técnico-produtiva na proliferação de amplos segmentos de agrosserviços.

O problema de financiamento em economias em desenvolvimento não se resume à distribuição falha de informação sobre diversos projetos existentes com a rentabilidade conhecida, mas sim à (i) incerteza sobre o próprio sucesso da introdução de um novo padrão produtivo e ou a busca de novos mercados, e suas conseqüências para o setor e para a macroeconomia; (ii) inexistência de mercados e instituições voltadas à negociação de ativos de longo prazo, em grande medida[...] (STUDART, 1997, p.12 apud LEITE 1998.).

Em princípio há duas fontes de poder de compra que os agentes econômicos podem recorrer para financiar seus gastos, o financiamento interno e o financiamento externo. Para Carvalho (1994) no primeiro a unidade econômica pode recorrer ao seu patrimônio líquido, ao seu estoque de riqueza, para se auto-financiar, no segundo<sup>10</sup> a unidade econômica recorre ao sistema de crédito e/ou ao mercado de capitais a nível nacional e/ou internacional.

O financiamento das atividades produtivas na agricultura, difere das industriais porque elas estão sujeitas a certos riscos e incertezas devido as especificidades naturais e institucionais da própria das atividades econômicas agrícolas. Essas especificidades, “barreiras naturais e institucionais” que precisam ser superadas pelo capital produtivo, através das inovações tecnológicas e das inovações financeiras. Essas barreiras manifestam numa maior rigidez para a penetração e estruturação do capital na agricultura. Apesar dessas singularidades as decisões dos agentes econômicos rurais, sujeitam-se as mesmas regras do comportamento convencional dos agentes dos demais setores econômicos<sup>11</sup>.

Partindo de Keynes, Minsky (1986) percebeu que as decisões de produzir e investir estão associadas às decisões de financiamento. As decisões de financiamento envolvem

---

<sup>10</sup> “O acesso do agente a certa soma de dinheiro para o financiamento do gasto, seja pelo endividamento junto ao sistema bancário, seja pelo lançamento de títulos ou ações no mercado de valores, tem como ponto de partida a emissão de um passivo, por exemplo, um título ou a ação que amplia as suas obrigações para com terceiros e com isso altera estrutura do passivo da unidade econômica” (SILVA, 1994, p.14-15).

<sup>11</sup> Num ambiente de incerteza, no sentido empregado por Keynes as decisões de investimento, tomadas a partir de mercado financeiro organizados, estão sujeitas a comportamentos convencionais que dependem do estado de confiança dos agentes econômicos. É neste sentido que, na presença, de um mercado ativo de capitais, Keynes diz que um agricultor pode decidir, avaliando as cotações dos títulos e ações, retirar o seu capital da atividade agrícola pela manhã para reconsiderar o seu investimento mais tarde. (KEYNES, 1982, cap. 12, p.110-112).

emprestadores e tomadores de empréstimos que agem e concorrem dentro de uma complexa e sofisticada estrutura financeira.

Carvalho (1994) ressalta que o crescente aumento das necessidades de financiamento para novos investimentos acabou estabelecendo novas formas de organização da empresa capitalista. Numa economia monetária onde as instituições financeiras são sofisticadas, a firma moderna, de qualquer atividade inclusive a agricultura, é motivada a ampliar e diversificar suas aplicações visando assegurar o seu espaço e crescimento no mercado.

As empresas financeiras desenvolvem estratégias competitivas tanto incorporando inovações tecnológicas como o uso da informática e do computador e como inovações financeiras como a criação de novos tipos de ativos e passivos. Essas instituições desenvolvem mecanismos para atrair tomadores, ao mesmo tempo que tentam captar recursos dos aplicadores (SILVA, 1994). A agricultura é uma atividade que está se sofisticando, não é só mais uma atividade primária no sentido de baixa incorporação de tecnologia.

## 2.4. Os sistemas de registros de títulos agrícolas

Nos últimos anos têm crescido, a nível mundial, o volume de operações financeiras realizadas por meio de sistemas eletrônicos de negociação para diversos mercados. As razões para isso são inúmeras, mas decorrem, principalmente, da disponibilidade e uso de redes eletrônicas de comunicação. Além disso, o avanço tecnológico tem facilitado a interligação de seus participantes, proporcionando maior agilidade, transparência e eficiência nas operações do mercado financeiro.

O desafio atual é desenvolver um ambiente de comunicação em tempo-real que permita aos diversos agentes trocar dados de forma eficaz, atendendo à crescente demanda dos processos de negócio. O desempenho operacional das negociações está diretamente associado à qualidade da arquitetura de integração de seus sistemas, uma vez que são cada vez mais dependentes de funções desempenhadas por softwares (MURPHY, 2003).

A automatização, através do Processamento Integrado Ininterrupto - PII (*Straight Through Processing* - STP), elimina a intervenção manual do processamento dos dados posterior à negociação. Por meio desse procedimento os dados de uma negociação são ingressados uma única vez e podem ser recuperados para quaisquer requerimentos posteriores, relacionados com a liquidação da negociação (DE SORDI E MEDEIROS JÚNIOR, 2006).

No Brasil, os sistemas eletrônicos de negociação, de compensação e de liquidação são amplamente utilizados, o que permite a desmaterialização dos títulos.

No caso do financiamento rural a tendência é a mesma. Após a criação da Lei 11.076 houve a obrigatoriedade de registro dos títulos em Sistema de Registro e de Liquidação Financeira de Ativos. Esse registro permite ainda a negociação dos títulos nos mercados de bolsa e de balcão, como ativos financeiros.

O regime é inovador, proporcionando segurança e liquidez além de certeza aos tomadores e operadores. Tal regime substitui os sistemas cartoriais clássicos de registros (registro de imóveis ou títulos e documentos), executados lentamente e de consulta remota, em favor de técnica própria do mercado de valores mobiliários. A inscrição no sistema de registro e liquidação também serve como elemento de publicidade do título, já que qualquer interessado pode verificar sua existência, circulação, titularidade e garantia (REQUIÃO, 2005).

Os principais objetivos desses sistemas de registro são:

- viabilizar o mercado secundário de títulos por meio de endosso eletrônico;
- oferecer condição essencial para a consolidação de um mercado primário efetivamente ativo e capaz de estimular a participação da iniciativa privada;

- instituir endereço único para os agentes do agronegócio registrarem seus títulos e contratos;
- proporcionar ao Governo registrar e lançar seus instrumentos de política agrícola;
- apoiar os produtores rurais e cooperativas no processo de registro dos títulos representativos de suas mercadorias depositadas em armazéns certificados.

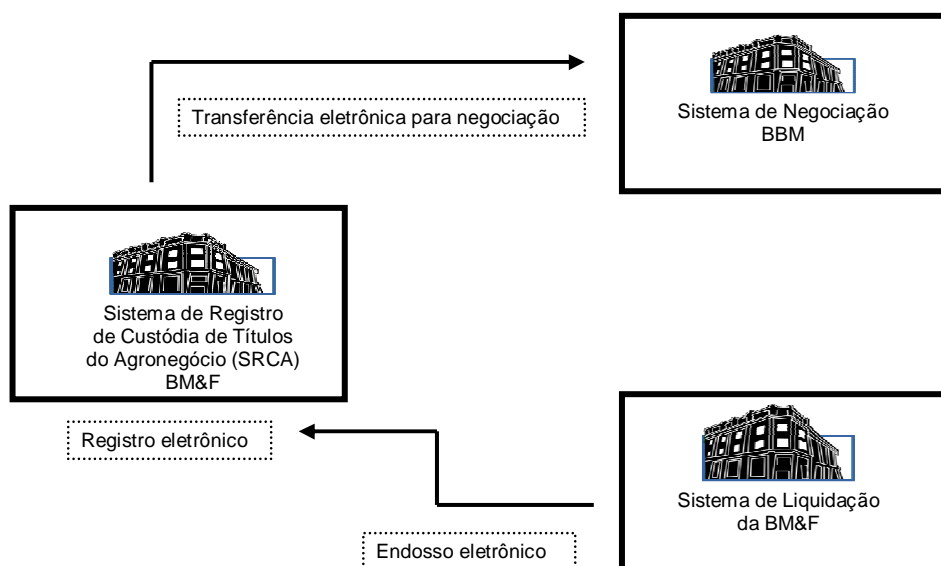
Com base nessas premissas, foram desenvolvidos os sistemas para serem operados de qualquer ponto do País ou do Exterior, via Internet. As plataformas eletrônicas de negociação de títulos e valores mobiliários são relativamente recentes no mercado financeiro do País, foram criadas no início de 2003.

O prazo para executar o registro dos títulos agrícolas é de dez dias, a contar da data da emissão dos títulos. Desatendido o prazo, o depositante deverá cancelar os títulos perante o depositário, podendo obter a emissão de novos ou substituí-los por recibo de depósito. Atualmente duas instituições estão responsáveis pelos registros dos títulos destinados ao financiamento do agronegócio, a Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP) e a Bolsa Brasileira de Mercadoria e Futuros (BM&F) que engloba também a Bolsa Brasileira de Mercadorias (BBM).

O sistema de registro de títulos do agronegócio foi apontado por alguns entrevistados, como uma das maiores dificuldades a ser superada para expandir o financiamento rural, baseado em títulos agrícolas. A falta de conhecimento operacional dessas centrais registradoras, principalmente por parte das cooperativas, dificulta o acesso de alguns produtores ao mercado de títulos agrícolas. Um outro obstáculo está relacionado às próprias centrais que enfrentam dificuldades estruturais referente ao sistema. No próximo item descreve-se o funcionamento das centrais enfatizando alguns detalhes relacionados à dinâmica de funcionamento e operacionalização desses sistemas.

#### 2.4.1 O Sistema de Registro e Custódia de Títulos do Agronegócio (SRCA) - BM&F e BBM

A parceria entre a BM&F e a BBM propiciou o desenvolvimento do Sistema BM&F composto de: Sistema de Registro e Custódia de Títulos do Agronegócio (SRCA); Sistema Eletrônico de Negociação; e Sistema de Liquidação. A Figura 15 descreve o fluxo desses sistemas dentro da BM&F.



**Figura 15 - Plataforma dos sistemas BM&F de agronegócios**

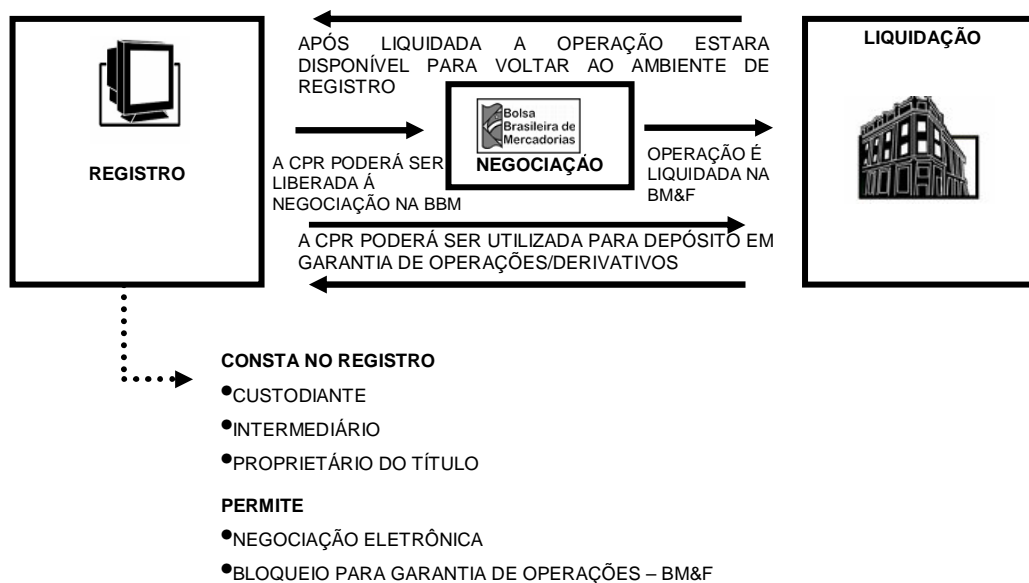
Fonte: BM&F

Pelo Sistema de Liquidação, os participantes dos diversos mercados da bolsa liquidam as operações dentro dos padrões e exigências estabelecidos pela BM&F. Já no Sistema de Negociação, os operadores autorizados podem negociar produtos e ativos nos mercados da BBM de seus próprios escritórios. Além disso, permite que as corretoras recebam ordens de negociação de seus clientes diretamente via internet. Esse sistema possibilita o lançamento e o registro de ofertas, a consulta à lista de ofertas válidas e aos negócios realizados, a solicitação de cotações ao mercado para um ativo/mercadoria a ser oferecido à negociação, e a troca de mensagens entre os operadores.

O SRCA é um sistema escritural da BM&F administrado pela *Clearing* de Derivativos, sendo reconhecido e autorizado pelo Banco Central do Brasil. Além dos novos instrumentos de financiamento rural, esse sistema foi desenvolvido para abrigar o registro e a custódia dos títulos e contratos realizados entre o setor rural e os demais agentes do sistema, como exportadores, indústrias, empresas de insumos, investidores institucionais e o Governo. Portanto, o sistema permite a integração de todas as transações de mercado físico, futuro e de títulos.

O registro de título no SRCA é realizado por instituição credenciada pela BM&F, denominada de custodiante, que efetua a custódia física do papel (cártula) e seu registro no sistema, transformando-o em escritural (eletrônico)<sup>12</sup>. O custodiante é responsável perante a BM&F e quaisquer terceiros, pela existência, guarda e regularidade, assim como pela veracidade e atualização de todas as informações prestadas no processo de registro.

O SRCA é responsável pela manutenção dos registros da cadeia de negócios durante o período em que os títulos estiverem registrados. Antes da criação do SRCA, os títulos eram registrados somente na CETIP. A Figura 16 demonstra o fluxo do funcionamento do SRCA.



**Figura 16 - Sistemática de funcionamento do SRCA.**

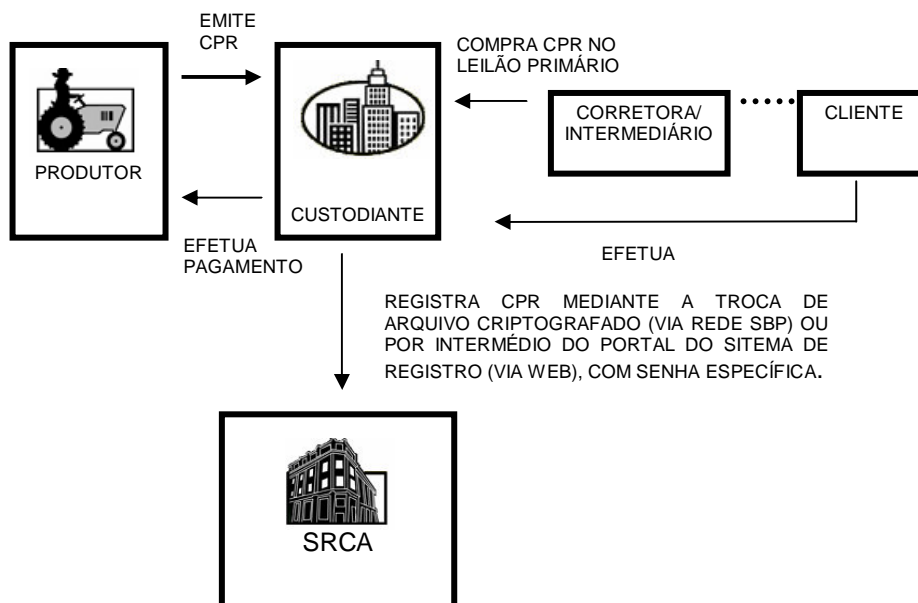
Fonte: BM&F

Os principais objetivos do SRCA são:

- Registrar e custodiar títulos e contratos do agronegócio.
- Viabilizar a negociação eletrônica dos títulos;
- Viabilizar a participação de investidores nacionais e internacionais.

<sup>12</sup> Cartulares são os títulos antes do registro no SRCA e após a "devolução". Eletrônicos são quando os títulos permanecerem registrados no SRCA.

A Figura 17 resume o sistema de registro no SRCA para uma operação envolvendo CPR.



**Figura 17 - Sistema de registro no SRCA envolvendo negociações com CPR.**

Fonte: BM&F

O registro, o endosso eletrônico e a troca de titularidade são as principais funcionalidades do sistema. Para ter acesso a essas funcionalidades, o usuário da BM&F deve entrar com seu *login* e senha. No SRCA pode se fazer à manutenção do parâmetro do título, como atributos, cadastro de cidades, classes de produtos, taxas, tipos de títulos, unidades de oferta e unidades de medida. A inserção de títulos no sistema<sup>13</sup> é realizada através da tela representada pela Figura 18.

**Cadastro de Tipo de Título**

Descrição:	<input type="text"/>
Dias para aceite:	<input type="text"/>
Baixa física:	<input type="text"/>
Baixa financeira:	<input type="text"/>
Retorno Negociação:	<input type="text"/> (somar este campo com baixa física ou baixa financeira)
Dias saída física:	<input type="text"/>
Dias saída financeira:	<input type="text"/>
Garantia:	<input type="checkbox"/> (indica se pode ser bloqueado para garantia)
Lote LCA:	<input type="checkbox"/> (indica se este tipo de título pode compor um Lote LCA)
Visualiza Produtor:	<input type="checkbox"/> (indica se para este tipo de título pode mostrar o nome do produtor)

**Listagem de Forma de Liquidação/Modalidade relacionadas**

Forma de Liquidação	Modalidade	Relacionado	Lote LCA
Exportação	Exportação	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Financeira	Financeira - ajuste futuro BM&F	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Financeira	Financeira - índice Esalq/BM&F	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Financeira	Financeira - preço fixo	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Física	Física	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

**Figura 18 - Inserção de tipo de título**

Fonte: BM&F

<sup>13</sup> Onde dias de aceite significa quantos dias o título deverá ter o aceite, dias para baixa física são quantos dias o título com a modalidade física deverá ser devolvido para o Custodiante e dias para baixa financeira correspondem a quantos dias o título com a modalidade financeira deverá ser devolvido para o Custodiante.

Os títulos agrícolas são lastreados em direitos creditórios, que se originam de negócios realizados entre produtores rurais, suas cooperativas e agentes da cadeia produtiva do agronegócio. A Figura 19 demonstra a tela atual do sistema SRCA e os direitos creditórios disponíveis para registro de títulos no momento.

Listagem de Tipos de Direitos Creditórios						INCLUIR
Código	Descrição		Dias para Aceite	Dias para Baixa física	Dias para Baixa financeira	
101	Cédula de Produto Rural - CPR	Atributos	3 dias	3 dias	3 dias	
102	Cédula Rural Pignoratícia - CRP	Atributos	3 dias	3 dias	3 dias	
103	Cédula Rural Hipotecária - CRH	Atributos	3 dias	3 dias	3 dias	
104	Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária - CRPH	Atributos	3 dias	3 dias	3 dias	
105	Nota de Crédito Rural - NCR	Atributos	3 dias	3 dias	3 dias	
106	Nota Promissória Rural - NPR	Atributos	3 dias	3 dias	3 dias	
107	Duplicata Rural - DR	Atributos	3 dias	3 dias	3 dias	
108	Duplicata MÉRcantil - DM	Atributos	3 dias	3 dias	3 dias	
109	Cédula de Crédito Bancário - CCB	Atributos	3 dias	3 dias	3 dias	
110	Contrato a Termo - CT	Atributos	3 dias	3 dias	3 dias	

**Figura 19 - Tipos de direitos creditórios**

Fonte: BM&F

Com relação ao registro<sup>14</sup> o sistema permite que se faça: alteração de títulos, bloqueio de caução para terceiros e por garantia, cancelamento de baixa de registro e de liquidação antecipada, desbloqueio de caução para terceiros e por garantia, exclusão de garantia para negociação, aceite de inserção de títulos, aceite de liquidação antecipada e de retirada de títulos, aceite de troca de intermediário e titularidade, bloqueio de registros, desbloqueio de CPF/ CNPJ, manutenção de registro, etc.

A Figura 20 e 21 corresponde ao primeiro e o segundo passo para inserção de registro no sistema SRCA, respectivamente.

Título	
Título:	Selecione ▾
Número:	<input type="text"/>
Data de Emissão:	<input type="text"/>
Data de Vencimento:	<input type="text"/>
CPF/CNPJ do Órgão custodiante:	<input type="text"/> <input type="radio"/> CPF <input checked="" type="radio"/> CNPJ
Órgão Registrador:	Selecione ▾
Forma de Liquidação:	Selecione ▾
Modalidade:	Selecione o Tipo ▾
Situação do Título:	<input checked="" type="radio"/> Liberado <input type="radio"/> Bloqueado

**Figura 20 - Inserir registro (passo 1).**

Fonte: BM&F

<sup>14</sup> Ver Manual de Registro da BM&F, disponível em: <http://www.bbmnet.com.br/pages/portal/bbmnet/pages/documentos/manual.asp>



Título	
Produto:	<input type="text"/> Selecionar
Padrão:	Selecione um produto <input type="text"/> Quantidade: <input type="text"/>
Unidade de Oferta:	Selecione um produto <input type="text"/>
Unidade de Medida:	Selecione <input type="text"/> Situação da Produção: <input type="text"/>
Valor do negócio:	<input type="text"/>
Dados de Produção	
Nome do Produtor:	<input type="text"/> Local de Entrega: <input type="text"/>
CPF/CNPJ:	<input type="text"/> <input type="radio"/> CPF <input checked="" type="radio"/> CNPJ
UF de Produção:	Selecione <input type="text"/>
Município de Entrega:	<input type="text"/>
Dados do Comprador	
Nome:	<input type="text"/> Endereço: <input type="text"/>
Município:	<input type="text"/>
CPF/CNPJ:	<input type="text"/> <input type="radio"/> CPF <input checked="" type="radio"/> CNPJ
Banco:	Selecione <input type="text"/>
Agência:	<input type="text"/> - <input type="text"/> Conta: <input type="text"/> - <input type="text"/>
Outros Dados	
CNPJ do Armazém:	<input type="text"/> <input type="radio"/> CPF <input checked="" type="radio"/> CNPJ
Safra:	<input type="text"/>
Garantia:	Com garantia <input type="text"/>
Garantidor1:	<input type="text"/> <input type="radio"/> CPF <input checked="" type="radio"/> CNPJ
Garantidor2:	<input type="text"/> <input type="radio"/> CPF <input checked="" type="radio"/> CNPJ
Garantidor3:	<input type="text"/> <input type="radio"/> CPF <input checked="" type="radio"/> CNPJ
Nome Garantidor1:	<input type="text"/>
Nome Garantidor 2:	<input type="text"/>
Nome Garantidor3:	<input type="text"/>

**Figura 21 - Inserir registro (passo 2).**

Fonte: BM&F

A inserção de um título poderá ser feita pela BM&F ou pelo Custodiante. Caso o Intermediário do título seja uma corretora cadastrada pela BBM/BM&F, essa deverá entrar no sistema e dar aceite, o registro fica com o status de “Registro pendente por confirmação” até que o aceite seja efetuado. Caso o aceite não seja feito até *N* dias do parâmetro de aceite do título, este deverá ser excluído do sistema. Ao incluir um título o usuário determina se este título estará bloqueado ou liberado no sistema após seu cadastramento e aceite (se tiver). A escolha do tipo de título, forma de liquidação e modalidade irá determinar quais dados serão requeridos no próximo passo do cadastro.

A retirada do título deve ser solicitada pelo Custodiante, ou pela BM&F (contingência). Também poderá ser feito pelo sistema a troca de custodiante, onde somente o título liberado poderá sofrer essa troca. E a troca de intermediário e titularidade onde a corretora detentora do título deverá fazer a solicitação da transferência cabendo a BM&F aceitar ou recusar o pedido.

Através do sistema também se poderá fazer consultas onde o usuário terá acesso a todos os parâmetros de produto e de liquidação cadastrados no sistema. Com informações de posições de títulos (Figura 22) e do histórico de alterações dos títulos, das trocas de titularidade efetuadas (Figura 23) e à consulta de títulos que nunca foram enviados para o ambiente de negociação, inserções não confirmadas e total de títulos por intermediário.

Nr. Título	Tipo Título	Situação	Custodiante	Dt. Emissão Dt. Vencimento	Produtor	Valor Negócio	Valor Resgate	Qtd	Modalidade
10002	LCA	Registro bloqueado	banco do brasil	17/02/2005 12/09/2005	Banco do Brasil	100.000,00	110.000,00	1	Financeira

**Figura 22 - Tela de relatório de posição de títulos (impressão)**

Fonte: BM&F

Dados do Título	
Título: CPR	Número: 76246
Data de Emissão: 18/11/2003	Data de Vencimento: 01/09/2004
CNPJ/CPF do Intermediário: 00000000000191	CNPJ/CPF do Cliente: 13279695805
Custodiante: banco do brasil	
Situação do Título: Registro liberado	
Novo Titular	
CPF/CNPJ do Cliente: 13221296819	
Nome: mara-compra	Endereço: teste
Município: 2927309	
Data de Nascimento / Data de Fundação: 01/01/1964	
Banco: <input type="text" value="Selecione"/>	
Agência: <input type="text"/> - <input type="text"/>	Conta: <input type="text"/> - <input type="text"/>

**Figura 23 - Troca de titularidade.**

Fonte: BM&F

Atualmente, cerca de 400 *traders* que operam no Brasil estão com acesso eletrônico à informação e oportunidades de negócios, oferecendo e comprando contratos, registrando operações e garantindo a custódia dos títulos. Uma das vantagens do sistema é que ele permite que potenciais investidores vejam os títulos que estão garantindo suas operações.

#### 2.4.2 O Sistema de Títulos do Agronegócio (STA) - CETIP

A CETIP vem trabalhando desde 1986, no suporte ao mercado de balcão e seus derivativos, disponibilizando sistemas para custódia, registro e divulgação de operações.

A transferência de arquivo, a mensageria e o uso de telas através da Rede de Telecomunicações para Mercado (RTM), são as três ferramentas disponíveis para o registro e consulta dos títulos agrícolas na CETIP.

A Transferência de Arquivo é um serviço alternativo oferecido às instituições, com o objetivo de facilitar lançamentos de grandes quantidades de dados aos sistemas no qual estão habilitados a operar. Todavia, esse serviço tem sido menos utilizado e está fadado a desaparecer, já que o uso de telas substitui suas funções.

A mensageria é uma novidade que está sendo aperfeiçoada para futuros registros com títulos agrícolas. Seu uso exigirá adaptações dos participantes, já que todo o registro efetuado através dessa ferramenta deverá ser confirmado também por mensageria. Além disso, os participantes precisarão adotar novos códigos em seus sistemas. Essa ferramenta é vista como uma importante aliada para aumentar os ganhos de eficiência, devido ao esperado aprimoramento das operações, com diminuição de erros, melhor gerenciamento de problemas e redução dos custos operacionais.

O uso de telas é a ferramenta preferida pelos participantes. O sistema de registro dos títulos agrícolas na CETIP, por meio desse mecanismo é denominado STA (Sistema de Títulos do Agronegócio)<sup>15</sup> e possibilita dois tipos de garantia:

<sup>15</sup> [http://www.cetip.com.br/manuais\\_regulamentos\\_v06/manuais\\_dos\\_sistemas/exe/LCA\\_CDCA\\_CRA.pdf](http://www.cetip.com.br/manuais_regulamentos_v06/manuais_dos_sistemas/exe/LCA_CDCA_CRA.pdf)

1. Penhor no Emissor: onde o lastro permanece na posição de bloqueio do emissor, não sendo transferido para a posição do adquirente do título;
2. Cessão Fiduciária: onde o lastro é transferido da conta própria do emissor para a conta do adquirente do título, permanecendo bloqueado. Ambos serão migrados automaticamente para a posição própria "Livre" do emissor, após ocorrer a liquidação financeira da operação de resgate do título LCA, CDCA ou CRA.

O acesso a esse sistema é restrito, feito pela internet, por tela de *login* onde o participante informa: nome simplificado, *login* e senha. Após o registro do título o sistema gera automaticamente o depósito na conta do emissor. Resumidamente esse sistema possui seis menus, que serão utilizados pelo usuário para realização do processo de registro dos títulos.

Na Figura 24 estão as três primeiras telas do sistema STA - CETIP.

Tela do Menu de Funções

Tela do Menu de Negociação

Tela do Menu de Posição de Ativos

**Figura 24 - Telas de funções, negociação e posição de ativos do sistema STA.**

Fonte: CETIP

Onde:

1. Menu de funções (Menu 00): Relaciona os grupos de funções disponíveis ao participante;
2. Menu de negociação (Menu 10): Relaciona as funções disponíveis para registro/cancelamento e consulta de negócios no sistema STA;
3. Menu de posição de Ativos (Menu 20): Exibe as funções disponíveis para consulta.

As outras funções do sistema STA são demonstradas pelas telas de menu através da Figura 11, em que:

1. Menu de consultas (Menu 40): Exibe as funções disponíveis para consultas referentes a registradores, participantes e ativos;
2. Menu Cadastramento (Menu 50): Relaciona as funções de cadastramento e lastreamento de títulos;
3. Menu Comandos do Emissor/Registrador (Menu 60): Relaciona as funções de lançamento e consultas de eventos.

```

CETIP *** SISTEMA DE TITULOS DO AGRONEGOCIO *** STA
21.09.2006
MENU DE CONSULTAS

00 - Menu de funcoes
40 - Menu de consultas          4A - Negocios do Titulo[DATA]
41 - Relacao de Registradores  4B - Negocios na Data [DATA]
42 - Caracteristicas do Registrador
43 - Caracteristicas do Titulo
44 - Relacao de Lastro de Cprs
46 - Agenda de Eventos
48 - Relacao de Participantes

99 - Encerrar

Indique o codigo da opcao desejada ▶ ◀
STA40 TITULO ▶ ◀ DATA ▶ ◀ M.M. ▶ ◀ xmit▶ ◀

```

Tela do Menu de Consultas

```

CETIP *** SISTEMA DE TITULOS DO AGRONEGOCIO *** STA
25.09.2006
MENU DE CONSULTAS

00 - Menu de funcoes
50 - Menu de Cadastramento    SK - Eventos NAO Uniformes do Titulo
52 - Caracteristicas da Emissao
53 - Lastreamento em CPRs
57 - Taxas de Amortizacao Variavel

99 - Encerrar

Indique o codigo da opcao desejada ▶ ◀
STA50 TITULO ▶ ◀ N.OPERACAO ▶ ◀ M.M. ▶ ◀ xmit▶ ◀

```

Tela do Menu de Cadastramento

```

CETIP *** SISTEMA DE TITULOS DO AGRONEGOCIO *** STA
25.09.2006
MENU DE COMANDOS DO EMISSOR/REGISTRADOR

00 - Menu principal
60 - Menu de comandos do Supervisor
68 - Lancamento de PU de eventos
6F - Financeiro de Eventos

99 - Encerrar

Indique o codigo da opcao desejada ▶ ◀
STA60S TITULO ▶ ◀ N.OPERACAO ▶ ◀ M.M. ▶ ◀ xmit▶ ◀

```

Menu de comandos do Emissor/Registrador

**Figura 25 - Telas de consulta, cadastramento<sup>16</sup> e comandos/emissor do sistema STA.**

Fonte: CETIP

As características do registrador e dos títulos são exemplificadas nas Figuras 26 e 27, respectivamente e podem ser consultadas através do sistema pelo menu consulta.

Outra informação importante a respeito dos sistemas é sua representação, conforme exemplificado a seguir.

Ex.: MMMMTTTTSSSS

Onde:

- MMMM: é o mnemônico utilizado pelo registrador;
- TTTT: é o tipo de título (CDCA, LCA, CRA);
- SSSS: é a série dada pelo registrador, sendo os dígitos alfanuméricos.

Normalmente o mnemônico do registrador é cadastrado pela CETIP a partir da palavra-chave identificadora deste participante. Ex.: ABCD – Banco ABC Dinâmico S/A.

<sup>16</sup> O Título da tela do menu de Cadastramento está trocado por menu Consulta, essa observação foi encaminhada ao departamento da CETIP para correção na próxima atualização do sistema.

```

CETIP          *** SISTEMA DE TITULOS DO AGRONEGOCIO ***          STA42
26.09.2006
CARACTERISTICAS DO REGISTRADOR

Titulo:  DEHO - DEHOMBM          - 77785.47-5

END: AV CHILE 200          Bairro: CENTRO
Cidade: RIO DE JANEIRO    UF RJ    CEP 20000
Tel: ( 021)22767200/ 150 Fax:

DRM: CARLOS JOAO          Tel.( 021)22767800/ 140

Emissao/serie: CDCABEL1 CDCABEL2 CDCABEL3 CDCABEL4 CDCABEL5 CDCABEL7 CDCABEL9
CDCABEL16 CDCABEL20 CDCABEL21 CDCABEL22 CDCABEL23 CDCABEL24 CDCABEL25
CDCABEL26 CDCABEL30 CDCABEL31 CDCABEL32 CDCABEL50 CDCABEL51 CDCABEL52
CDCABEL53 CDCABEL60 CDCABEL61 CDCABEL62 CDCABEL63 CDCABEL64 CDCABEL65
CDCABEL66 CDCABEL67 CDCABEL70 CDCABEL71 CDCABEL72 CDCABEL73 CDCABEL74
CDCABEL75 CDCABEL76 CDCABEL77 CDCAIM03 CDCAISEL CDCAPRE1 CDCASEL1
CDCA0010 CRA AAAA CRA BBBB CRA 9999 LCA A888 LCA 0001 LCA 1112
LCA 8888 LCA 9191 LCA 9596 LCA 9597 LCA 9598 LCA 9909

P/Paginar
CP242 ATIVO/TIT          N. OPERACAO          M.M.          xmit

```

Digite o código alfanumérico de outro Registrador, caso deseje efetuar nova consulta.

**Figura 26 - Dados cadastrais e a relação de títulos registrados de sua responsabilidade**  
Fonte: CETIP

```

CETIP          *** SISTEMA DE TITULOS DO AGRONEGOCIO ***          STA43
25.09.2006
CARACTERISTICAS DO ATIVO DEHOCCDCABE00

Emitido em: 19/09/2006          Vencimento em: 25/09/2006          Cod. Isin:
Emissor/Registrador: 77785.47-5 - BANCO DEHOM S/A
Nome do Emitente: ANDRE LUIZ AUGUSTO DA SILVA
Local: RIO DE JANEIRO

Qtde Emitida: 100          Qtde Dep: 100          Qtde Resg/Ret: 0
Vlr Nominal Emis: 100.000,00          Vlr Nominal Atual: 100.000,00
Indice OUTROS          PU Inicial: 1000,000000          PU Final: 1000,000000
Juro Fixo/Flutuante:

Vlr de:          em
Pagamento Periodico(S/N): S          Evento Uniforme: N
Nome do Titular Inicial: MARIA ISABEL
Tipo de Garantia: CESSAO FIDUCIARIA
Tx de Juros/Spread 0000,0000          % Juros a cada          a partir
Incorpora Juros(S/N):          em          Dias no ano          Criterio:
Tx Referencial:          Percentual:
Amortizacao: CONSTANTE com Taxa 2,5000 a cada 000          a partir
OBS.: TESTE DE GERACAO DE EVENTOS E RESGATE

Consulta Lastro          (S/N)

STA43 TITULO          N. OPERACAO          M.M.          xmit

```

Indica o título de agronegócio.

**Figura 27 - Consulta a característica de determinado título do agronegócio.**  
Fonte: CETIP

Quando um negócio é realizado através da CETIP, a transferência do título só se completa após a checagem dos itens básicos de segurança - código de acesso, senha, validade de datas, etc. As informações do comprador e do vendedor são casadas, se houver qualquer divergência nesta comparação, a operação será rejeitada pelo sistema e o negócio só será aceito com a confirmação da liquidação financeira.

Após a transferência do título, o resultado financeiro da operação pode ser verificado pelos participantes a qualquer momento na tela do computador e também através de relatórios diários.

A Custódia é totalmente computadorizada, sendo uma garantia de segurança e agilidade para os negócios financeiros. Os dados são atualizados e sua integridade é verificada de forma eletrônica, dispensando a emissão de cautelas e outros documentos físicos anteriormente utilizados. Além disso, os investidores podem acompanhar a posição atualizada de seus títulos custodiados a qualquer momento. Os custos do registro na CETIP são descritos na Tabela 02, os custos da BM&F não são disponibilizados.

**Tabela 02 - Preços de registro\* da CETIP**

TAXAS DE REGISTRO DE EMISSÃO	
CRA	0,004% a.a.
LCA	
TAXAS DE REGISTRO DE TÍTULOS	
CDA/WA	R\$ 22,56 por contrato
CDCA	0,004% a.a.
TAXAS DE CUSTÓDIA**	
CRA	
LCA	0,00040% a.a.
CDCA	

\*Vigência 2006

\*\* Mensal de Custódia

Fonte: CETIP

## CAPÍTULO 3

### O RISCO DE CRÉDITO E MECANISMOS DE PROTEÇÃO DE GARANTIA

De acordo com Barros (2006), a crise fiscal brasileira trouxe um novo mundo ao financiamento do agronegócio. Um mundo em que o mercado começou a dar as sinalizações necessárias para impulsionar toda a estrutura produtiva anteriormente instalada a custos negativos. Novos arranjos de financiamento privado emergiram entre agroindústria e produtores. Estas transações passaram a contar com um custo de capital relevante, que expressa, além da conjuntura macroeconômica, os riscos e garantias envolvidas.

Hoje, apenas 30% dos recursos para financiamento agrícola vêm do governo; o restante tem sido obtido através da iniciativa privada, dos fornecedores de insumos, das cooperativas e também do capital de giro dos produtores rurais (MAPA, 2005). A tendência de financiamento destinado ao setor rural por instituições financeiras privadas tem aumentado a preocupação com a mensuração precisa do risco envolvido nessas operações. O objetivo é minimizar prejuízos decorrentes do não retorno do crédito ou reduzir os índices de inadimplência de suas carteiras. Essa é uma tendência natural dessas organizações, pois contribui para garantir sua sobrevivência no mercado.

Rudge e Cavalcante (1993) classificam em três níveis o risco do investidor:

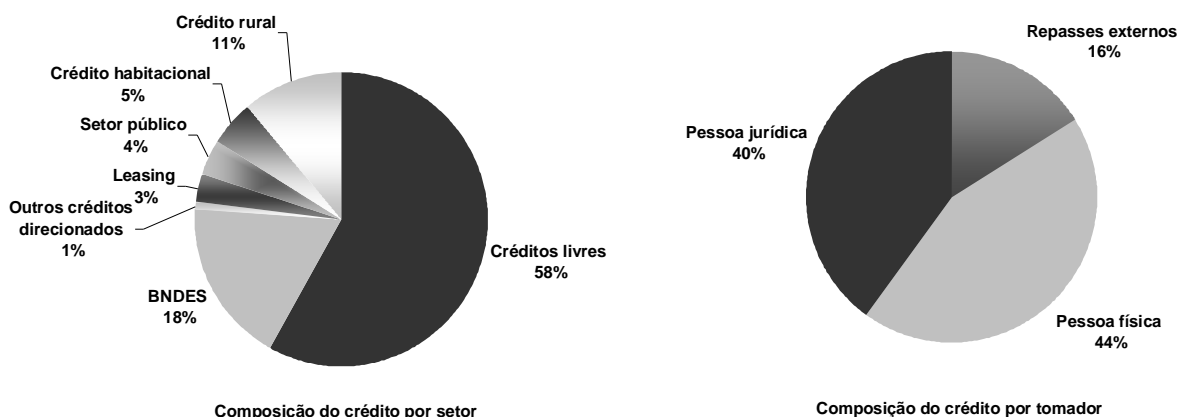
- a) alto risco (operações com derivativos; operações alavancadas ou *leveraged*);
- b) risco moderado (participações acionárias; operações de proteção ou *hedge*; operações de securitização);
- c) baixo risco (imobiliários; seguro; moeda; para a atividade profissional; títulos de crédito).

A oportunidade de captação de recursos para custeio, investimentos e comercialização da produção, através dos novos títulos de financiamento do agronegócio, tem na gestão dos riscos a oportunidade de assegurar o investimento e agregar valor à empresa.

Um dos riscos mais eminentes está nos custos de recuperação do recurso financiado. Estes custos são relativos ao tempo de recuperação, às custas judiciais e à incerteza quanto a sua concretização. Tais custos são embutidos na taxa de juros cobrada na operação de crédito, em função da classificação do tomador de crédito em relação à sua capacidade de pagamento (BARROS, 2006).

Crédito pode ser definido como ato de vontade, ou disposição de alguém de destacar ou ceder, temporariamente parte de seu patrimônio a um terceiro, com a expectativa de que essa parcela volte a sua posse integralmente após decorrer o tempo estipulado. (SCHRICKEL, 1997). Chaia (2003) descreve que esse termo vem do latim *creditu*, significando eu acredito ou confio.

O volume de crédito do sistema financeiro na economia brasileira alcançou 27,6% do PIB em junho de 2005. Da oferta total de crédito nessa data, uma parcela significativa está direcionado para atividades específicas, como o crédito habitacional (4,8%) e o rural (10,9%) (Figura 28).



**Figura 28 - Composição do crédito por setor e por tomador**

Fonte: Banco Central do Brasil - junho de 2005

O risco de crédito representa a possibilidade do emissor do papel, deixar de pagar ou a organização emissora se tornar insolvente. Esse risco é considerado o mais grave porque pode significar a perda total do valor aplicado, variando de acordo com o perfil do devedor. Devido a possibilidade de não haver pagamento na data certa, qualquer crédito associado a risco, é chamado de risco de crédito (PFITSCHER, 2005).

De acordo com Stuchi (2003), o risco de crédito pode ser dividido em:

- a) risco de inadimplência
- b) risco de degradação de crédito;
- c) risco de degradação de garantias;
- d) risco soberano;
- e) risco de concentração de crédito.

O risco de inadimplência é considerado a essência do risco de crédito sendo definido como o montante de capital não pago por um mutuário na data estabelecida em contrato. A inadimplência, fator que eleva o *spread* de risco depende da qualidade das informações acessíveis aos fornecedores de crédito sobre os candidatos<sup>17</sup> a tomadores de crédito. E mais importante é a proteção do credor por meio de garantias dadas em um empréstimo.

Segundo Paiva (2004, p.1), nos últimos anos a procura por análise de risco de crédito cresceu em sintonia com o forte crescimento dos mercados de investimentos. Algumas empresas estão mantendo seu foco na identificação e gerenciamento de risco na comercialização e operações de crédito, seja na concessão de financiamento ou na venda de insumos e máquinas. Isso porque a complexidade dos novos instrumentos de crédito e comercialização aliada aos fatores de risco inerentes a atividade agrícola (fitossanitário, climático, logístico e da volatilidade dos preços), irão exigir cada vez mais esse tipo de análise.

Uma diversidade de métodos quantitativos são utilizados pelas instituições financeiras no auxílio à avaliação de risco de crédito com o objetivo de minimizar as perdas ocorridas devido a decisões equivocadas na concessão de crédito. Alguns índices são empregados para quantificar o risco relacionado aos tomadores de crédito. O Índice de Liquidez Corrente<sup>18</sup> é

<sup>17</sup> A classificação de risco em relação à capacidade de pagamento do produtor rural é uma análise que leva em consideração a conjuntura das margens de comercialização dos produtos agrícolas e à disponibilidade das garantias. Em geral, as garantias disponibilizadas pelos produtores rurais são a terra e, em casos específicos, podem ser o produto agrícola ou a máquina financiada.

<sup>18</sup> A qualificação do nível de liquidez corrente é descrita da seguinte forma: parametriza-se fatores quantitativos e qualitativos, tais como: estoque de produtos, nível de rentabilidade, campanhas de desconto, programas de proteção de renda e saldo de safras anteriores.



um instrumento de avaliação que mostra, de forma generalizada, os recursos disponíveis aos produtores para quitação de dívidas de curto prazo (custeio), endividamento com safras anteriores e investimento. Sua classificação é feita de acordo com o Quadro 06.

### Quadro 06 - Classificação através do Índice de liquidez corrente

AValiação	REFERÊNCIA
Sem Liquidez	Recursos insuficientes para pagar credores de curto prazo, credores de investimento, credores de safras anteriores.
Muito Baixo	Recursos suficientes para pagar despesas pessoais e liquidar pelo menos 50% das dívidas de curto prazo, mas nenhum credor de investimento e/ou credor de safras anteriores.
Baixo	Recursos suficientes para liquidar mais que 50% das dívidas de curto prazo (custeio) mas insuficientes para pagar credores de investimento e/ou credores de safras anteriores.
Regular	Recursos suficientes para liquidar 100% das dívidas de curto prazo (custeio) e pagar parte do endividamento com credores de safras anteriores e/ou credores de investimento.
Satisfatório	Recursos suficientes para liquidar 100% das dívidas de curto prazo (custeio) e de endividamento com credores de safras anteriores e parcelas de investimentos vencidas nesta safra.
Bom	Liquidadas todas as dívidas e preservado os recursos para despesas pessoais, o produtor possui entre 10%-20% de saldo de caixa sobre o faturamento da safra colhida.
Muito Bom	Liquidadas todas as dívidas e preservado os recursos para despesas pessoais, o produtor possui entre 20%-40% de saldo de caixa sobre o faturamento da safra colhida, permitindo pequenos investimentos e compra de produtos à vista, etc.

Fonte: Agrosecurity

Um outro mecanismo utilizado para quantificação do risco é o Índice de Viabilidade Econômica<sup>19</sup> que mostra a perspectiva de resultado econômico da produção agrícola em diferentes regiões levando em conta aspectos relevantes para a projeção destes resultados. Ver Quadro 07.

<sup>19</sup> Para o cálculo desse índice parametriza-se fatores quantificáveis, tais como : endividamento de investimento, endividamento de curto prazo, dívidas vencidas ou renegociadas, rentabilidade e escala regional.

## Quadro 07 - Classificação através do Índice de viabilidade econômica

AVALIAÇÃO	REFERÊNCIA <sup>20</sup>
Inviável	Margem Operacional Líquida estimada inferior a -20%. Endividamento de investimento com parcela vincenda (FINAME, FCO, Compra de Terra, Arrendamento, etc) superior a 30% da receita anual. Inadimplência com fornecedores e financiadores superior a 30% do custeio da safra colhida. Dívidas vencidas e renegociadas de safras passadas superior a 40% da receita bruta.
Muito Ruim	Margem Operacional Líquida estimada entre -20% e -10% . Endividamento anual de investimento ( FINAME, FCO, Compra de Terra, Arrendamento, etc) entre 20% e 30% da receita anual. Inadimplência com fornecedores e financiadores entre 20% e 30% do custeio da safra colhida. Dividas vencidas e renegociadas entre 30% e 40% da receita bruta.
Ruim	Margem Operacional Líquida estimada entre -10% e 0% . Endividamento anual de investimento (FINAME, FCO, Compra de Terra, Arrendamento, etc) entre 10% e 20% da receita anual. Inadimplência com fornecedores e financiadores entre 20% e 10% do custeio da safra colhida. Dividas vencidas e renegociadas entre 20% e 30% da receita bruta.
Regular	Margem Operacional Líquida estimada entre -0% e 10% . Endividamento anual de investimento ( FINAME, FCO, Compra de Terra, Arrendamento, etc) entre 0% e 10% da receita anual. Inadimplência com fornecedores e financiadores entre 10% e 0% do custeio da safra colhida. Dividas vencidas e renegociadas entre 10% e 20% da receita bruta.
Satisfatório	Margem Operacional Líquida estimada entre 10% e 20% . Saldo para pequenos investimentos (reformas e manutenções). Compras a vista com fornecedores entre 0% e 10% do custeio da safra colhida. Dividas vencidas e renegociadas entre 0% e 10% da receita bruta.
Bom	Margem Operacional Líquida estimada entre 20% e 30% . Saldo para compra de equipamentos e máquinas leves. Compras a vista com fornecedores entre 10% e 20% do custeio da safra colhida. Não possui dívidas vencidas ou renegociadas.
Muito Bom	Operacional Líquida estimada entre 30% e 40% . Saldo para compra de equipamentos e máquinas maiores. Compras a vista com fornecedores entre 20% e 40% do custeio da safra colhida. Não possui dívidas vencidas ou renegociadas.
Excelente	Margem Operacional Líquida estimada superior a 40% . Saldo para compra de terras e construção de silos. Compras a vista com fornecedores superior a 40% do custeio da safra colhida. Não possui dívidas vencidas ou renegociadas.

Fonte: Agrosecurity

A busca de uma maior participação do capital privado no financiamento rural brasileiro tem demandado uma maior profissionalização na gestão dos agro-ativos. A complexidade dos novos instrumentos de crédito e comercialização aliada aos fatores de risco inerentes a atividade agrícola (fitossanitário, climático, logístico e da volatilidade dos preços), tem exigido uma discussão e principalmente uma análise profunda sobre os riscos relacionados à atividade.

<sup>20</sup> Essas referências servem para identificar os parâmetros utilizados na qualificação do Índice de Viabilidade Econômica. Por serem originados de um modelo matricial, os parâmetros podem assumir pesos diferentes dos descritos acima.

Uma das grandes preocupações em relação aos títulos agrícolas é que esses são lastreados em recebíveis, lastros que precisariam ser avaliados, pois quantificariam o risco envolvido na operação, facilitando a negociação dos títulos com as instituições emissoras. Existe assim a necessidade de um instrumento confiável que reduzisse o risco da operação do ponto de vista do credor.

### 3.1 Análise de concessão de crédito através de rating

O *rating* é um sistema de análise e concessão de crédito utilizado pelas empresas. A análise do crédito através do *rating* vem sendo utilizada pelas instituições que estão operando com os títulos criados pela Lei 11.076. As empresas de *rating* estruturam as operações, deixando mais transparente a negociação para o investidor.

*Rating* significa "índice", "indicador", ou seja, um processo de classificação que consiste basicamente em uma nota que tem por objetivo classificar o risco de instituições não cumprirem com suas obrigações financeiras (TAKAOKA, 2003).

Na verdade os *ratings* são opiniões sobre a possibilidade de uma empresa honrar o conjunto de suas dívidas nos prazos combinados, a probabilidade de não honrá-lo (= risco de *default*) está caracterizada na escala de notas, adotada pela classificadora de risco, conforme critérios transparentes e objetivos. Cardoso (2000) classifica os beneficiários ou demandantes das opiniões de crédito ou *ratings* em quatro grupos (Quadro 08).

#### Quadro 08 - Classificação dos beneficiários quanto as opiniões de crédito.

DEMANDANTES	OBSERVAÇÕES
Investidores	Dentre as vantagens da utilização de <i>ratings</i> , destaca-se a possibilidade de trabalhar com horizontes e investimento mais amplos, uma vez que é possível ter acesso a informações comparáveis a nível mundial, com a conseqüente economia de esforços de pesquisa; estabelecer políticas de restrição ao crédito (alguns fundos de pensão americanos, por exemplo, impedem a aplicação de recursos em ativos de baixa classificação); tomar decisões a respeito do retorno esperado para títulos de acordo com o <i>rating</i> e qual prêmio de risco deve ser exigido para investimento em uma dada categoria de risco; e também, utilizar o <i>rating</i> como instrumento de apoio às áreas internas de pesquisa de crédito.
Emissores	Dada sua disseminação, os <i>ratings</i> permitem um maior acesso a novos mercados, maior liquidez dos papéis e até mesmo, de acordo com a classificação obtida, uma redução do custo de capital.
Intermediários	Uma vez que emissões com <i>ratings</i> tendem a ter melhor acesso aos mercados, os agentes financeiros que realizam a intermediação da operação o fazem com maior facilidade.
Mercado como um todo	A disseminação e disponibilidade de opiniões objetivas e comparáveis da qualidade de crédito de grande parte dos captadores de recursos nos mercados de capitais tem como conseqüência o aumento da capacidade analítica e a resposta rápida de preços a mudanças na qualidade de crédito. Independentemente de haver ou não impacto sobre os preços, os <i>ratings</i> podem aumentar ou ajudar a organizar o estoque de informação sobre empresas e países.

Fonte: Cardoso (2002)

### 3.1.1 Expansão do mercado de rating

Segundo o guia da Duff & Phelps a demanda por *ratings* é crescente, principalmente por investidores institucionais, não só devido ao custo de avaliação, em detalhes, de operações complexas, com também por causa da necessidade de manter tais operações e emissões sob constante avaliação (manutenção do *rating*) diante de cenários local e mundial cada vez mais voláteis.

A classificação de risco é obrigatória em alguns países na emissão de títulos de renda fixa para ofertas públicas. Com isso, suas legislações buscam facilitar a transparência dos riscos em mercado e a disciplina dos administradores de fundos de longo prazo dos cidadãos (previdência). O surgimento de aproximadamente dez companhias de classificação de risco no Chile na última década e o desenvolvimento de um número semelhante na Argentina são resultados da exigência das autoridades locais na realização de classificações prévias em uma ou duas agências. Outras formas obrigatórias de classificação de risco existem em vários países europeus e asiáticos.

Nos Estados Unidos, onde o processo de classificação não é compulsório, mas reconhecido pela SEC (*Securities and Exchange Commission*), o cálculo de adequação de capital das corretoras de valores depende da classificação de risco dos títulos que compõem sua carteira. Tampouco podem as empresas que lidam com capitais do grande público (por exemplo, seguradoras) investir parcela substancial das suas reservas em títulos classificados abaixo da categoria *investment grade*.

Para o Sistema Financeiro *lato-sensu*, a questão da administração do risco é um problema tão complexo que levou a criação das agências de *rating*. Estas agências são especializadas na produção de listas de classificação de empresas e países quanto à sua saúde financeira e capacidade de honrar compromissos previamente assumidos, informação que interessa aos investidores, podendo influenciar nos custos e taxas inerentes ao investimento (GAGLIANONE, 2005).

Segundo Cardoso (2000), “a expansão das emissões de títulos e valores mobiliários nas últimas décadas abriu espaço para a consolidação das avaliações da qualidade de crédito dos países como um todo, das empresas e de suas emissões por agências especializadas (as chamadas agências de *rating*). Cabe destacar que um *rating* não configura, geralmente, uma recomendação de investimento em relação a dado produto.

De acordo com a agência *Standard & Poor's (S&P's)*, “um *rating* é a opinião da S&P's da condição geral de cumprimento da obrigação pelo devedor, ou sua capacidade em relação a um produto específico ou outra obrigação financeira, baseada em fatores de risco.”

Para a agência *Moody's* seria uma opinião sobre a habilidade futura e obrigação jurídica de um emitente realizar os pagamentos do principal e juros de um título de renda fixa no prazo acordado. Deste modo, um *rating* é específico para uma emissão ou o título ou papel que está sendo avaliado, não sendo nem uma avaliação genérica nem uma avaliação global do risco de crédito associado a todas as dívidas contraídas pelo emissor.

Para Reddy (2000) também não configura uma recomendação para compra, venda ou manutenção da posição de investimento, mas uma opinião bem informada. Esclarece ainda o autor que:

o *rating* também não configura previsões de *default*, mas opiniões sobre a probabilidade relativa de *defaults* e perdas e, por exemplo, a diferença entre um título avaliado em um patamar superior a outro de mesma natureza é a probabilidade de *default* dos juros e do principal. (REDDY, 2000).

Segundo a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), o *rating*, não pode prever perdas devidas a choques no mercado ou qualquer outra situação inesperada. O *rating* está

relacionado somente ao crédito, e deste modo, não possui ligação direta com as preferências de risco de investidores. Assim, a percepção das diferentes partes (credores, emprestadores, acionistas, etc) podem ser distintas entre si.

A maior vantagem deste tipo de análise é que dá acesso às decisões de crédito por pessoas que não sejam especialistas na matéria da avaliação de riscos e créditos. Além disso, permite uma utilização por empresas que trabalham com produtos de crédito em massa e que precisam de rapidez no processamento de grandes quantidades de propostas num intervalo mínimo de tempo. Um título classificado é uma garantia para os investidores institucionais, que precisam do máximo de informações e garantias para a formação de suas carteiras.

O processo de *rating* começa após a solicitação formal da empresa de uma classificação para ela mesma ou para uma obrigação específica emitida por ela. Depois a empresa recebe um detalhado questionário onde são solicitadas as informações necessárias para se iniciar o processo de classificação. Dentre estas informações constam:

1. Plano de negócios;
2. Planejamento estratégico;
3. Demonstrativos financeiros consolidados;
4. Projeções e orçamentos;
5. Planos de investimentos;
6. Posicionamento no mercado;
7. Capacidade financeira dos sócios.

As várias notas e conceitos que são formados ao longo da análise serão a matéria-prima para a obtenção do *rating* final. O *rating* é uma opinião, formada por aspectos subjetivos e objetivos, que se juntam em proporções diferentes em cada caso analisado.

O resultado final de um *rating* é expresso por uma nota, geralmente representada por uma letra ou um conjunto de letras e números. A existência deste tipo de análise nos mercados desenvolvidos há mais de um século tornou tradicional expressar estas notas pelas primeiras letras do alfabeto (Quadro 09).

## Quadro 09 - Escala de *rating* para emissões de títulos diversos<sup>21</sup>

NOTA	CONCEITO
AAA	Esta classificação é dada apenas para obrigações com excelentes garantias primárias, secundárias e terciárias, com alta liquidez e valor compatível com o valor do principal corrigido, acrescido dos juros. O risco de inadimplência é praticamente nulo.
AA	As obrigações classificadas nesta faixa apresentam muito boas garantias primárias, secundárias e terciárias, com liquidez e valor compatível com o valor do principal corrigido, acrescido dos juros. O risco de inadimplência é muito baixo.
A	As obrigações classificadas nesta faixa apresentam boas garantias primárias, secundárias e terciárias, com liquidez menor que às da faixa anterior e valor compatível com o valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. O risco de inadimplência é baixo.
BBB	Nesta faixa estão as obrigações que apresentam garantias primárias, secundárias e terciárias com probabilidade de realização em valor menor que o valor do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. Risco de inadimplência possível.
BB	Nesta faixa estão as obrigações que apresentam garantias primárias, secundárias e terciárias com maiores probabilidades de realização em valor menor que o valor do principal corrigido, acrescido dos juros do que às da faixa superior. Risco de inadimplência provável.
B	As obrigações desta faixa possuem garantias primárias, secundárias ou terciárias com pouca possibilidade de cobrirem o pagamento do principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. Risco de inadimplência elevado.
C	As obrigações que recebem esta classificação possuem garantias insuficientes para honrarem os compromissos de principal corrigido, acrescido dos juros da obrigação. Risco de inadimplência quase certo.
D	Nesta faixa estão as obrigações que já se encontram em processo de inadimplência.

Fonte: LFRating

Acompanhando uma tendência mundial e com entendimento já assimilado pelas comunidades financeiras e de investidores, utiliza colocar sinais de (+) e (-) ao lado das notas de AA a C, de forma a permitir um ajuste fino entre as categorias.

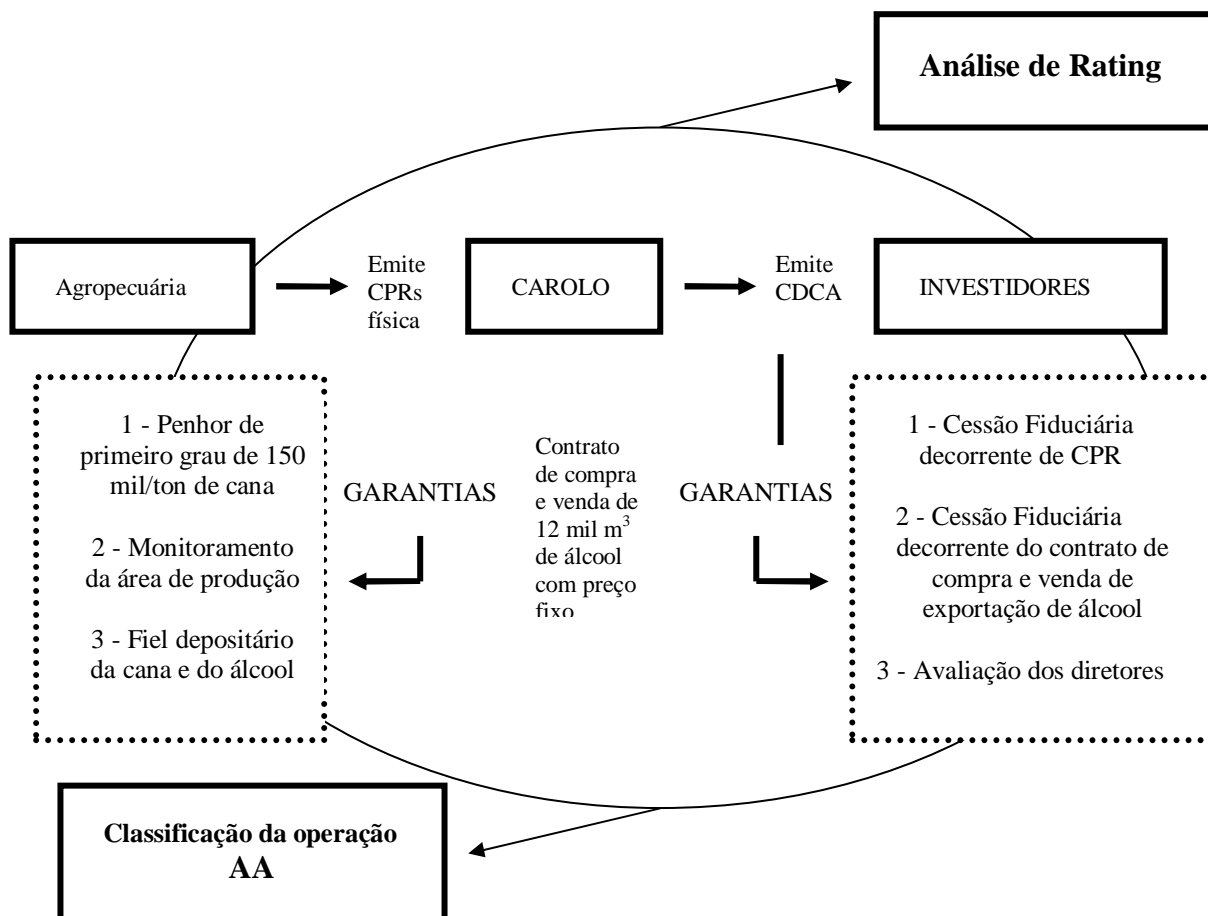
Para efeito de classificação legal essa escala é dividida em três grandes grupos:

- Nível Seguro - para os *ratings* de AAA a BBB, onde há indicação de investimento.
- Nível Aceitável - para os *ratings* de BB a B, onde há indicação de cautela.
- Nível Alto Risco - para os demais *ratings*.

Cardoso (2000) destaca a distinção entre *ratings* de curto e longo prazo, e que as notas podem se referir a um país (em relação a suas obrigações de curto ou longo prazo), uma empresa (idem) ou a uma operação específica (de curto ou longo prazo). O *rating* de longo prazo é usado para classificar bônus e outras obrigações de renda fixa de longo prazo. Já o *rating* de curto prazo é utilizado para classificar o risco de crédito para obrigações a vencer em até um ano.

<sup>21</sup> Escala de *rating* utilizada para a classificação dos novos títulos agrícolas.

Grande parte das negociações que envolveram os títulos agrícolas esta utilizando metodologias de classificação de risco para estruturar suas operações. A Figura 29 ilustra uma operação com CDCA que envolveu uma avaliação de *rating*.



**Figura 29 - Fluxo e análise de *rating* da operação realizada pela Usina Carolo com o CDCA.**

Fonte: Elaboração do autor.

### 3.2 O seguro rural no Brasil

Para uma maior expansão do mercado de títulos agrícolas no Brasil é necessário a implantação de uma sistemática consistente de seguro da produção agropecuária. O seguro rural é fundamental para estruturar o processo de captação de recursos para o financiamento da agricultura com base em títulos negociados no mercado financeiro porque permite a adequada gestão de riscos agrônômicos e climáticos típicos da produção rural.

Gonçalves (2005), explica que o seguro da produção agropecuária representa mais que uma exigência do aprofundamento da inserção da agricultura na lógica do capitalismo financeiro, na verdade é um requisito da configuração do novo padrão de financiamento do ciclo de expansão setorial.

Os objetivos de um Seguro Agrícola são (Peón de Sá, 1978):

- evitar a descapitalização do agricultor
- fixar o homem no campo, evitando o êxodo rural
- permitir a transferência de tecnologia buscando substituir prejuízos incertos e de considerável valor por pequenos pagamentos pré-fixados.

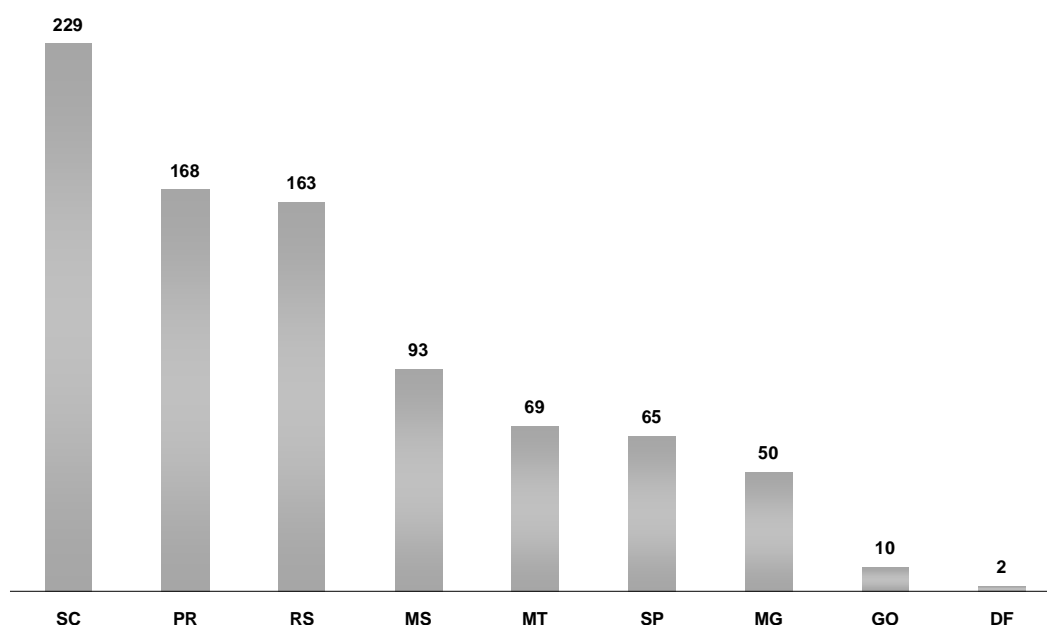
Um dos grandes problemas que afeta a agricultura brasileira é a escassez de um sistema de seguro rural, cuja cobertura não ultrapassa 1% do Produto Interno Bruto (PIB) da agropecuária, de acordo com a CNA (2005). Assim o risco da perda da produção é assumido pelo empresário rural, seja em momentos de problemas climáticos ou sanitários. A Tabela 03 resume o mercado de seguro rural no Brasil nos últimos quatro anos.

**Tabela 03 - Comportamento do mercado de seguro agrícola no Brasil - R\$ milhões (volumes correntes)**

ITEM	2001/2002	2002/2003	2003/2004	2004/2005
Capital Segurado	674,6	643	710,7	690,3
Prêmios Emitidos	40,3	38	38,2	37
Sinistros Pagos	87,9	5,9	105,7	789,5

Fonte: MAPA

A Figura 30 demonstra o número de apólices emitidas por Estados brasileiros em 2005 sendo o estado de Santa Catarina o principal emissor. Pode-se perceber que a concentração das seguradoras no sul do país influencia diretamente o número de apólices emitidas, já que os três primeiros emissores fazem parte dessa região.



**Figura 30 - Apólices emitidas por Estado em 2005**

Fonte: MAPA

O Mapa (2006) levanta alguns pontos em relação a um mercado sem o produto do seguro rural desenvolvido, tanto sobre a ótica do produtor rural quanto do governo e da sociedade. (Quadro 10).



## Quadro 10 - Mercado sem o produto do seguro rural desenvolvido

ÓTICA DO PRODUTOR	ÓTICA DO GOVERNO/SOCIEDADE
<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Inadimplência;</li> <li>○ Descapitalização;</li> <li>○ Excessiva necessidade de garantias;</li> <li>○ Dificuldade de acesso e encarecimento do crédito, principalmente o informal;</li> <li>○ Redução no investimento e no uso de tecnologia;</li> <li>○ Perda de competitividade</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Prorrogações freqüentes de dívidas do crédito rural, com custo elevado para o Tesouro;</li> <li>○ Comprometimento de crédito para safras futuras;</li> <li>○ Ações compensatórias complexas e demoradas diante de perdas de renda;</li> <li>○ Impactos sociais e macroeconômicos (dólar, arrecadação tributária, abastecimento, inflação, desemprego, êxodo rural, etc).</li> </ul>

Fonte: MAPA

O seguro agrícola vem sendo aplicado em vários países, sendo que em alguns ele é obrigatório e fixado por lei. Alguns trabalhos analisam as particularidades dos diferentes programas de aplicação do seguro agrícola em países da América do Sul, essa discussão é abordada em Paim (1960), Peón de Sá (1978), Pellegrino (1980), Hoffman et al (1987) Azevedo (1998) e Azevedo e Sirimarco (1998).

As características semelhantes do seguro rural em todos os países são descritas pela Figura 31.



**Figura 31 - Características do seguro rural semelhantes em todos os países**

Fonte: MAPA

A participação pública é geralmente necessária em relação ao seguro rural, justamente para contribuir com um esquema sólido de segurança. Cunha discute a questão das parcerias público e privado em relação ao mercado segurador brasileiro:

Há pelo menos quatro décadas tenta-se dotar o país de um sistema de seguro agrícola capaz de proteger o agricultor contra o risco de perdas físicas da produção. Muitas tentativas têm sido feitas, mas poucas tiveram sucesso. Uma dessas dificuldades decorre da necessidade de participação do Poder Público, mesmo o seguro sendo privado<sup>22</sup>. A parceria entre os setores público e privado é sempre problemática. Com perturbadora regularidade, a história desta parceria no Brasil sugere que os custos são sempre socializados e os lucros, privatizados (CUNHA, 2002).

A Tabela 04 apresenta um resumo desse mercado no Brasil e em outros dois países. Pode-se destacar a participação ainda irrisória do país comparado à Argentina e principalmente a Espanha onde se tem um capital segurado de US\$ 11,1 bilhões.

**Tabela 04 - Comportamento do mercado de seguro agrícola na Argentina, Espanha e Brasil em 2004 (US\$).**

ITEM	ARGENTINA	ESPAÑA	BRASIL
Capital Segurado	2,7 bi	11,1 bi	0,2 bi
Prêmios Emitidos	111,1 mi	637,8 mi	13,0 mi
Sinistros Pagos	55,4 mi	477,9 mi	36,1 mi
Subvenção	–	357,8 mi	–

Fonte: MAPA

O governo brasileiro está concentrando esforços para fortalecer o seguro rural no país. Estão sendo trabalhadas três linhas de ação: o pagamento de subvenções, a abertura do mercado de resseguro e a revisão do fundo de estabilidade do seguro rural, a ser transformado em fundo de catástrofe. Estão sendo verificadas experiências<sup>23</sup> de países como México, Canadá e Espanha para melhorar a organização do seguro rural no Brasil. As subvenções para os anos 2005 e 2006 estão descritas na Tabela 05.

<sup>22</sup> São ponderáveis os argumentos em favor da participação do Poder Público em um programa de seguro agrícola. Tais fatores incluem: as incertezas associadas às atividades agrícolas; o fato de os sinistros serem generalizados (riscos correlacionados); o elevado custo de administração do seguro, que decorre da assimetria das informações disponíveis a segurado e seguradoras; a baixa rentabilidade da agricultura, que reduz a disposição do agricultor de adquirir a apólice; e o imperativo de o prêmio do seguro não poder ultrapassar certos limites para não afugentar os segurados de menor risco.

<sup>23</sup> Na agricultura norte-americana, ocorre a vigência da plenitude da gestão de riscos, com um sistema consistente de seguro agropecuário, e prevalece amplamente a economia de contratos na gestão de riscos de preços, com base em operações em Bolsas de Mercadorias, e a obrigatoriedade de *hedge* em todas as transações de exportação, evitando que movimentos abruptos do mercado internacional tenham o efeito de um tornado ao sugar a renda agropecuária interna.

**Tabela 05 - Seguro rural – subvenção ao prêmio e limite por produtor**

CULTURAS	2005	2006	LIMITE POR PRODUTOR RURAL - R\$
	SUBVENÇÃO AO PRÊMIO		
Algodão	40%	40%	7.000,00
Arroz Irrigado	30%	30%	7.000,00
Feijão	50%	50%	7.000,00
Maça	30%	30%	12.000,00
Milho	40%	40%	7.000,00
Milho 2º safra	-	40%	7.000,00
Soja	30%	30%	7.000,00
Trigo	-	40%	7.000,00
Uva de mesa	30%	30%	12.000,00
Uva para vinho	30%	30%	12.000,00

Fonte: MAPA

Como indutor desse segmento, em 2006, o Governo Federal disponibilizou o montante de R\$ 61,0 milhões em recursos orçamentários para aplicação no Programa de Subvenção ao Prêmio do Seguro Rural (PSR). O aumento do valor destinado à subvenção possibilitará a participação de maior quantidade de produtores. A aprovação da subvenção ao seguro rural nasceu da constatação de que a ausência desse instrumento é uma das causas do endividamento rural (CNA, 2005). Os resultados do PSR em 2006 estão descritos na Tabela 06.

**Tabela 06 - Resultados do Programa de Subvenção ao Prêmio do Seguro Rural (2006\*)**

ITEM	VALORES OBSERVADOS EM 2006
Produtos atendidos (unidade)	16.653
Apólices (unidade)	21.779
Área segurada (hectares)	1.560.549
Subvenção (R\$ mil)	31.122
Prêmio de seguro (R\$ mil)	71.119
Importância segurada (R\$ mil)	2.869.326

\* Somente operações vinculadas ao programa

Fonte: MAPA

Segundo José Marcelino Rиден, diretor da Berkley Brasil Seguros, para que o seguro rural avance é preciso barateá-lo. O prêmio (valor pago pela contratação do seguro) só irá diminuir quando o número de apólices aumentar, ou seja, quanto maior a massa de segurados menor será a taxa de risco, o que contribuirá para a queda do valor. Na avaliação dos riscos, as seguradoras precisam dar atenção ao potencial competitivo do produtor e não somente à sua capacidade financeira no momento da negociação da cobertura. A indústria do seguro deverá conhecer as particularidades do agronegócio e estabelecer uma relação de confiança com os produtores.

Duas medidas fundamentais para que o seguro agrícola finalmente deslanche no País, são a quebra do monopólio do Instituto de Resseguros do Brasil (IRB) e a criação do fundo de catástrofe para as seguradoras. O fim do monopólio do IRB atrairia novas empresas, o que

ampliaria os recursos disponíveis para o seguro e reduziria os custos do resseguro. Já um fundo de catástrofe sadio funcionaria como colchão financeiro para as seguradoras no caso de grandes sinistros.

Pilar et. All (1998) levanta alguns fatores que atrapalham a aplicação sistemática de seguros agrícolas. Primeiro, a escassez de informações históricas de rendimentos, inserindo juros de refinanciamento em safras futuras, o que desvirtua comparação entre as safras ao longo do tempo. Segundo, a falta de continuidade das políticas econômicas, onde a produtividades de diferentes safras são dependentes da política agrícola do momento. Terceiro, a pouca experiência de seguros agrícolas, pois em geral o pequeno e médio agricultores não vêm o seguro como um mecanismo de gerenciamento de risco ou vêm com desconfiança as seguradoras. E por último o uso de subsídios, prática que distorce qualquer processo econômico, mascarando atividade deficitária.

Gonçalves et all. (2005), destaca que o seguro agrícola é um instrumento-chave da política agrícola, indispensável à modernização tecnológica da agricultura assim como para efetiva incorporação das atividades rurais no mercado de capitais.

### **3.3 Securitização de recebíveis**

Originalmente a securitização iniciou-se nos Estados Unidos em 1970, quando as agências governamentais ligadas ao crédito hipotecário promoveram o desenvolvimento do mercado de títulos lastreados em hipotecas. Nessa época profissionais do mercado financeiro definiram securitização como *"a prática de estruturar e vender investimentos negociáveis de forma que seja distribuído entre diversos investidores um risco que normalmente seria absorvido por um só credor."*

As instituições financeiras perceberam as vantagens desta nova técnica financeira, incorporando nela outros tipos de ativos. Em 1983 foi elaborado o primeiro *"commercial paper"* lastreado em duplicatas e em 1985 recebíveis financeiros foram utilizados na securitização, com a introdução de títulos lastreados em financiamentos do setor automobilístico.

Atualmente securitização é o termo usado para descrever o processo pelo qual empresas que normalmente tomavam empréstimos do sistema bancário passaram a levantar recursos no mercado de capitais por meio de emissões de valores mobiliários. Essas empresas "securitizaram" suas dívidas e seus passivos passaram a consistir de títulos (*"securities"*) emitidos no mercado e não mais de empréstimos. Os títulos de securitização são caracterizados por um compromisso de pagamento futuro, de principal e juros, a partir de um fluxo de caixa proveniente da carteira de ativos selecionados (ALVES, 2005).

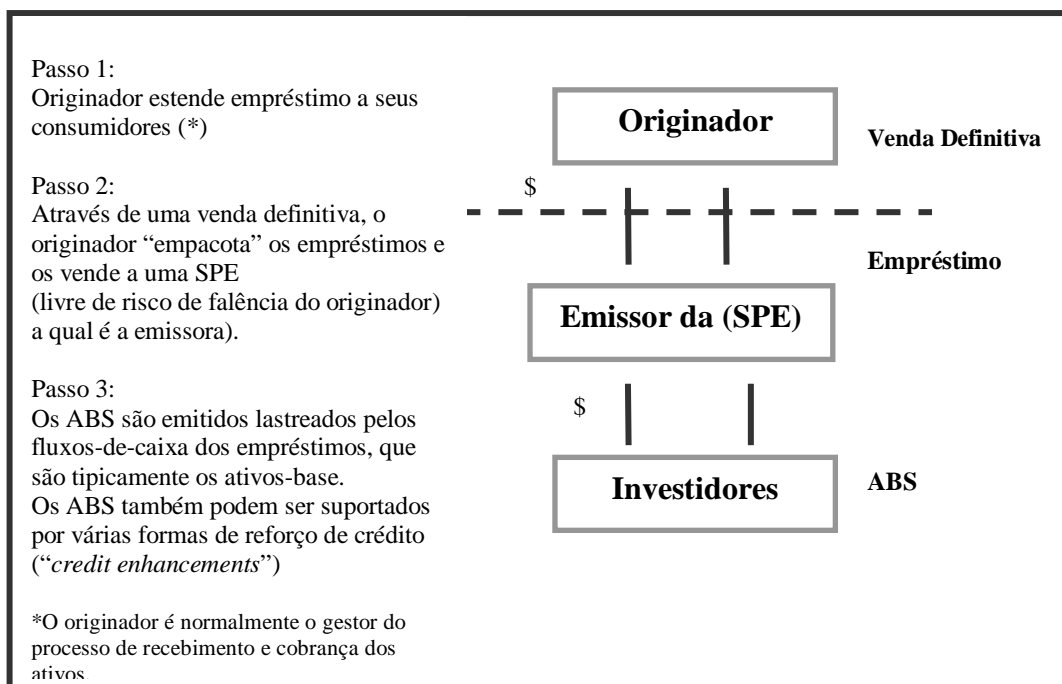
A securitização é uma operação em que o fluxo de recursos a serem recebidos em determinado prazo é empregado para dar forma financeira, lastro e garantia a um título de investimento, ou seja, o credor desses haveres antecipa o seu recebimento mediante a colocação destes títulos pelas companhias securatizadoras que irão oferecê-los aos investidores. Portanto o principal objetivo de uma securatizadora é ampliar a capacidade de investimento do setor produtivo, na medida em que transforma títulos de baixa liquidez em ativos financeiros plenamente negociáveis. Em outras palavras, securatizar significa converter determinados créditos em lastros para títulos ou valores mobiliários a serem emitidos (CIBRASEC, 2005) apud (MARQUES & SILVA, 2006)

O termo securitização também pode ser definido como a forma de acesso ao Mercado de Capitais através da emissão de debêntures lastreadas ou vinculadas em direitos creditórios (recebíveis), onde:

1. Inicia-se a operação pela cessão destes recebíveis para uma securitizadora, constituída sob a forma de Sociedade de Propósito Específico (SPE)<sup>24</sup>.
2. A SPE emite um título (debênture, por exemplo) que tem como lastro e fonte de pagamento os mesmos créditos anteriormente adquiridos. Este mesmo título é vendido para investidores do Mercado de Capitais. Os recursos obtidos dos investidores são utilizados para a SPE pagar o originador.

Desta forma, o originador monetiza os recebíveis e recompõe suas disponibilidades financeiras para serem aplicadas em seu giro operacional, substituindo financiamentos tradicionais. No caso dos investidores ocorre a segregação de risco de crédito em relação ao originador.

A Figura 32 apresenta uma estrutura de securitização de créditos aplicável em empresas de menor porte, que se consorciam para estruturarem uma operação de dimensão adequada ao Mercado de Capitais. Um pressuposto nesta estrutura é que todos os recebíveis têm como devedor uma única empresa de elevada qualidade de crédito.



**Figura 32 - Diagrama de uma securitização de empréstimo**

Fonte: Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP)

A FIESP analisa o processo de securitização de outra forma, para a instituição:

A securitização é um processo pelo qual o fluxo de caixa gerado por recebíveis ou bens, é transferido para uma outra empresa (nesse caso, mais voltado para as operações de giro), criada para esse fim, sustentando uma emissão pública ou privada de títulos (ou valores mobiliários), que representam uma fração ideal do total de ativos. Assim, direito creditório ou recebível é um direito ao recebimento de

<sup>24</sup>Também conhecida como Entidade de Propósito Específico (EPE) ou por suas expressões equivalentes em inglês *Special Purpose Entity* (SPE) ou *Special Purpose Company* (SPC), é uma entidade que tem sido amplamente utilizada no Brasil e no exterior para realizar um determinado propósito específico e bem definido.

um determinado valor, juridicamente respaldado, como no caso de compra e venda a prazo (FIESP).

O direito creditório do financiador é representado por um título de crédito, que se constitui num documento passível de circulação dos direitos que representa. Tratam-se de títulos civis, líquidos e certos, constitutivos de promessa de pagamento em dinheiro, com garantia real denominada de penhor cedular. Esses títulos são negociáveis, isto é, o credor pode endossá-los, passíveis de aditamento, ratificação e retificação por termos aditivos, desde que, assinados por ambas as partes contratantes.

No setor agrícola a securitização de direitos creditórios é originária de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos e empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários, ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

São considerados recebíveis do agronegócio: Cédula de Produto Rural (CPR); Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e Warrant Agropecuário (WA); Duplicata Mercantil (DM); Duplicata Rural (DR); Nota Promissória Rural (NPR); Cédula Rural Pignoratícia (CRP); Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária (CRPH); Cédula Rural Hipotecária (CRH); Cédula de Crédito Bancário (CCB), entre outros.

Gonçalves (2005), explica a importância desses recebíveis na solução de problemas financeiros para a agricultura brasileira.

Os títulos financeiros negociados no mercado de recebíveis dos agronegócios não apenas permitem fazer frente ao custeio da produção, sendo uma modalidade de comercialização antecipada, como desloca do período de pico da colheita com tendência para baixo sobre os preços, a não ser em anos com expectativas de oferta abaixo da demanda esperada - a pressão para adoção de posição vendedora do agropecuarista. Com o desenvolvimento dos mecanismos de mercado futuro em bolsas, esses contratos futuros podem funcionar como *hedge* frente a instabilidades sazonais nos preços de mercado na safra, seja por pressões de oferta, seja pelos impactos dos juros, que desestimulando carregar estoques freiam a demanda. De qualquer maneira, com esses títulos, por quaisquer mecanismos que sejam, há a equação delineada para a solução do problema de capital de giro para custeio da safra e da redução de riscos de preços face à magnitude dos compromissos assumidos (GONÇALVES, 2005, p. 24).

Existem dois tipos de recebíveis:

1. Performados: oriundos de bens e serviços já entregues ou realizados.
2. Não performados: oriundos de bens e serviços ainda não entregues ou realizados, envolvendo tanto o risco de performance quanto o risco de inadimplência.

De acordo com o artigo 38 da Lei nº 11.076/2004, as companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações e terão por finalidade a aquisição e securitização desses direitos. Estes títulos, lastreados em direitos creditórios do agronegócio, emitidos exclusivamente por companhias securitizadora<sup>25</sup> são denominados CRA.

<sup>25</sup> Observe-se que a CVM precisará emitir uma instrução dispondo sobre o registro da Companhia Securitizadora e a distribuição pública dos CRA.

A Companhia Brasileira de Securitização (CIBRASEC) cita a vantagens e desvantagens da securitização (Quadro 11).

### Quadro 11 - Vantagens e desvantagens da securitização

VANTAGENS	DESVANTAGENS
<p>➤ <b>INVESTIDORES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Diversificação de ativos Atividade do emissor (Companhia Securitizadora) claramente definida, com rígidos limites de atuação.</li> <li>○ Maior transparência e confiabilidade das informações da CSDCA - publicações de balanços auditados e registros na CVM</li> <li>○ Defesa contra incertezas e informação <i>real time</i></li> <li>○ Possibilidade de adquirir títulos com <i>rating</i></li> </ul> <p>➤ <b>EMPRESAS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Custo de captação mais adequado - menos impostos, com prazos mais adequados ao fluxo de caixa.</li> <li>○ Libera as linhas de crédito bancário</li> <li>○ Ampliação da base de investidores - mercado de capitais</li> <li>○ Melhora os índices financeiros</li> <li>○ Abertura de informações limitadas aos ativos securitizados</li> <li>○ As classificações dos recebíveis determinam a taxa de juros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ Operações mais complexas do que as tradicionais.</li> <li>○ Demanda tempo para sua concretização.</li> <li>○ Custos mais elevados para sua estruturação: abertura da CSDCA, emissão e colocação dos CRAs, honorários do prestador de serviços ou <i>agente fiduciário</i> e dos auditores.</li> <li>○ É viável para operação de valor elevado, para diluir os custos fixos.</li> </ul>

Fonte: CIBRASEC

O regime fiduciário representa uma segurança adicional, pois permite a estipulação de um patrimônio em separado, destinado única e exclusivamente ao pagamento dos valores mobiliários aos quais tais créditos serviram de lastro.

Desta forma, permite-se a uma mesma securitizadora manter diferentes carteiras de recebíveis, sem que uma venha a influenciar as demais. Neste sentido, uma vez segregados do patrimônio comum da securitizadora e integrados aos patrimônios separados, os créditos do agronegócio submetidos a regime fiduciário não estarão ao alcance de qualquer judicial movida por credores da companhia.

Neste cenário de regime fiduciário, os investidores terão como representante de seus interesses um agente fiduciário, necessariamente uma instituição financeira ou companhia autorizada pelo Banco Central, sendo considerados como beneficiários os investidores adquirentes dos valores mobiliários emitidos pela securitizadora (SILVA, 2006).

A Lei nº 11.076/2004 por meio da disciplina da securitização de direitos creditórios do agronegócio pretende incentivar a criação de um mercado secundário de créditos do agronegócio, iniciando no Brasil uma nova e importante fase do financiamento agropecuário (Risk Office, 2005).

## CAPÍTULO 4

### ANÁLISE DOS NOVOS INSTRUMENTOS DE FINANCIAMENTO AGRÍCOLA

A agricultura brasileira enfrentava uma de suas maiores crises, quando os títulos criados pela Lei 11.076/04 começaram a ser negociados em janeiro de 2005. Esse momento difícil para o setor rural influenciou diretamente no desempenho desses instrumentos de financiamento agrícola, refletindo na performance desses papéis. A fase complicada pela qual o setor agrícola passava foi citado por todos os entrevistados como um grande obstáculo à expansão dos títulos agrícolas, principalmente no primeiro ano de sua existência, onde esses mecanismos de financiamento não atingiram os valores esperados pelo governo com poucas negociações realizadas.

“Eles foram lançados em um momento impróprio, onde a agricultura estava atravessando uma das piores crises. Com um dólar apontando pra baixo, com alta inadimplência, com secas retumbantes, endividamento subindo, preços das *commodities* caindo, preço da soja lá em baixo, preço do milho abaixo do preço mínimo. Foi num momento terrível para a agricultura. Se tivessem sido lançados á três anos atrás teriam estourado.”

(Trecho de entrevista)

Em meados de 2006 inicia-se uma recuperação desses mecanismos de financiamento, período em que a crise agrícola começa a ser amenizada. Além da crise vivida pelo setor, outras questões foram levantadas pelos entrevistados como empecilhos ao desenvolvimento desses instrumentos de financiamento agrícola, revelando assim debates importantes a respeito desses mecanismos.

Questões ligadas diretamente a operacionalização dos títulos agrícolas, tal como, registro, recebíveis utilizados nas operações, custódia, adequação da Lei 11.076 (duabilidade) foram listadas pelos entrevistados como dificuldades que precisariam ser superadas para um desempenho satisfatório desses instrumentos de financiamento rural.

Treinamento, aculturação e divulgação também foram citados como pontos que deveriam ser explorados para o avanço desses títulos, pois o despreparo, resistência e desconhecimento com relação a esses mecanismos atrapalham na expansão dos mesmos. A estrutura apresentada atualmente no Brasil tanto relacionada à capacidade e qualidade dos armazéns quanto ao seguro rural são descritas pelos entrevistados como itens indispensáveis a uma agricultura baseada em títulos agrícolas. As altas taxas de juros praticadas no país, também não beneficiam esses mecanismos de financiamento rural. Acrescenta-se também a questão do risco que poderá ser minimizado com a utilização de *rating*.

A primeira parte do capítulo analisará o desempenho apresentado por esses instrumentos de financiamento rural nos anos de 2005 e 2006. A segunda descreverá com maiores detalhes as questões colocadas pelos entrevistados como barreiras à expansão desses mecanismos

#### 4.1 Volume negociado e desempenho dos novos instrumentos de financiamento rural

Dentre os títulos agrícolas criados pela Lei 11.076 o CRA foi o único que não apresentou registro de negociação. Os entrevistados ressaltaram que o desenvolvimento desse instrumento necessitaria primeiro da consolidação no país das empresas securitizadoras. Essas



companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio são instituições não financeiras, constituídas sob a forma de sociedade por ações. Terão por finalidade a aquisição e securitização desses direitos e a emissão e colocação de Certificados de Recebíveis do Agronegócio no mercado financeiro e de capitais.

“Só poderá emitir CRA, uma empresa securitizadora de recebíveis do agronegócio, não é uma empresa securitizadora normal. Para isso precisamos de uma legislação específica. Acreditamos no título, mas é uma parte da legislação que precisa ser resolvida.”

(Trecho de entrevista)

#### 4.1.1 Operações envolvendo LCA

A LCA foi o primeiro a ser negociado, sendo lastreado em CPR e ofertado pelo Banco do Brasil (BB) em março de 2005. Ao todo foram realizados pelo banco 9 leilões com 163 lotes ofertados e 120 negociados, onde o volume financeiro total foi de R\$126.382.632,00. Nos três primeiros leilões o banco vendeu integralmente todos os lotes ofertados, tendência que não foi constatada nos outros leilões de LCA realizados pelo Banco do Brasil (Tabela 07).

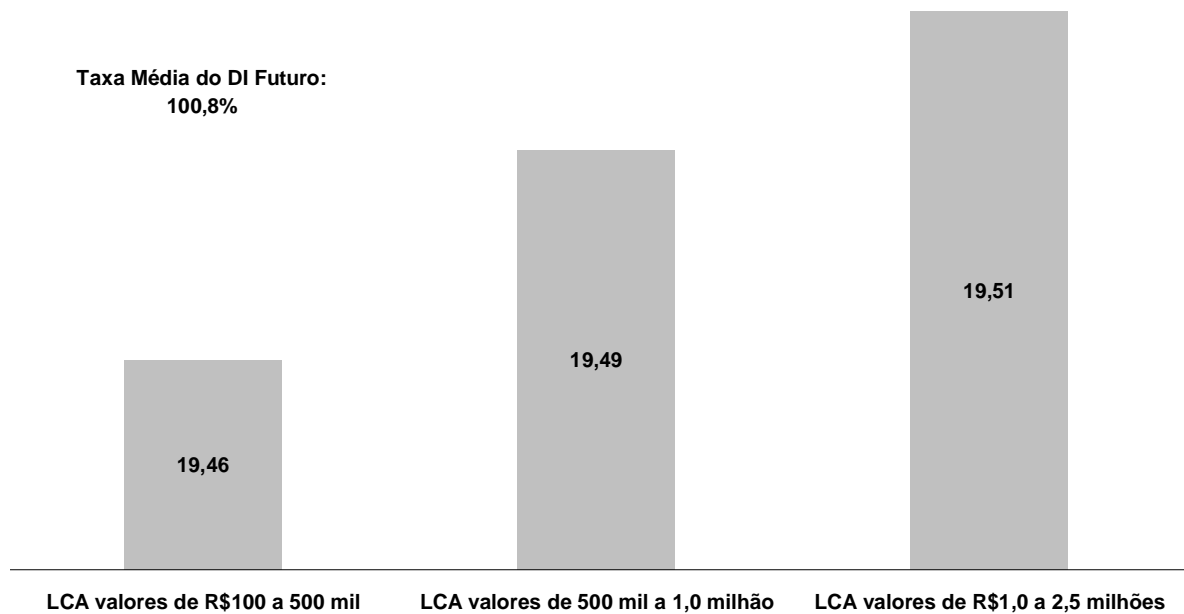
**Tabela 07 - Leilões de LCA realizados pelo Banco do Brasil**

DATA	AVISO	LOTES				FINANCEIRO*	
		OFERT.	NEGOC.	SALDO	BM&F	TOTAL	BM&F
01/03/2005	50001	10	10	0	9	9.352.445,00	9.258.089,00
10/03/2005	50002	14	14	0	10	11.189.879,00	10.334.106,00
17/03/2005	50003	10	10	0	9	9.299.658,00	8.828.187,00
31/03/2005	50004	12	9	3	7	5.075.932,00	4.893.434,00
14/04/2005	50005	16	15	1	12	17.451.812,00	16.798.739,00
28/04/2005	50006	22	8	14	8	5.019.820,00	5.019.820,00
12/05/2005	50007	29	16	13	15	16.175.581,00	16.079.980,00
03/06/2005	50008	24	18	6	17	26.443.234,00	26.347.795,00
24/06/2005	50009	26	20	6	17	26.374.271,00	25.712.827,00

\*Valores em reais.

Fonte: BM&F

As taxas pagas pelo BB, em suas operações de LCA, ficaram entre 19% e 19,5% ao ano, o que correspondeu a aproximadamente 102% do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI). Todas as Letras de Crédito do Agronegócio emitidas tiveram valores altos: os lotes mínimos do Banco do Brasil variaram de R\$ 100 mil a R\$ 5 milhões, valores elevados para o pequeno investidor. Espera-se que com um crescimento da demanda os produtores menores possam adquirir LCA de valores mais baixos (Figura 33).



**Figura 33 - Leilões LCA (taxa % ao ano) - médias por faixa de valor negociado.**

Fonte: Banco do Brasil

Na segunda semana de abril de 2005, o Banco Fibra, lançou também LCAs com lastros em CPR no mercado. Por ser um banco menor e não ser um tradicional financiador do setor de agronegócios, como o BB, cada operação de LCA foi montada com base em emissões de CPR fechadas com um único produtor rural. São as chamadas "operações estruturadas", elaboradas caso a caso.

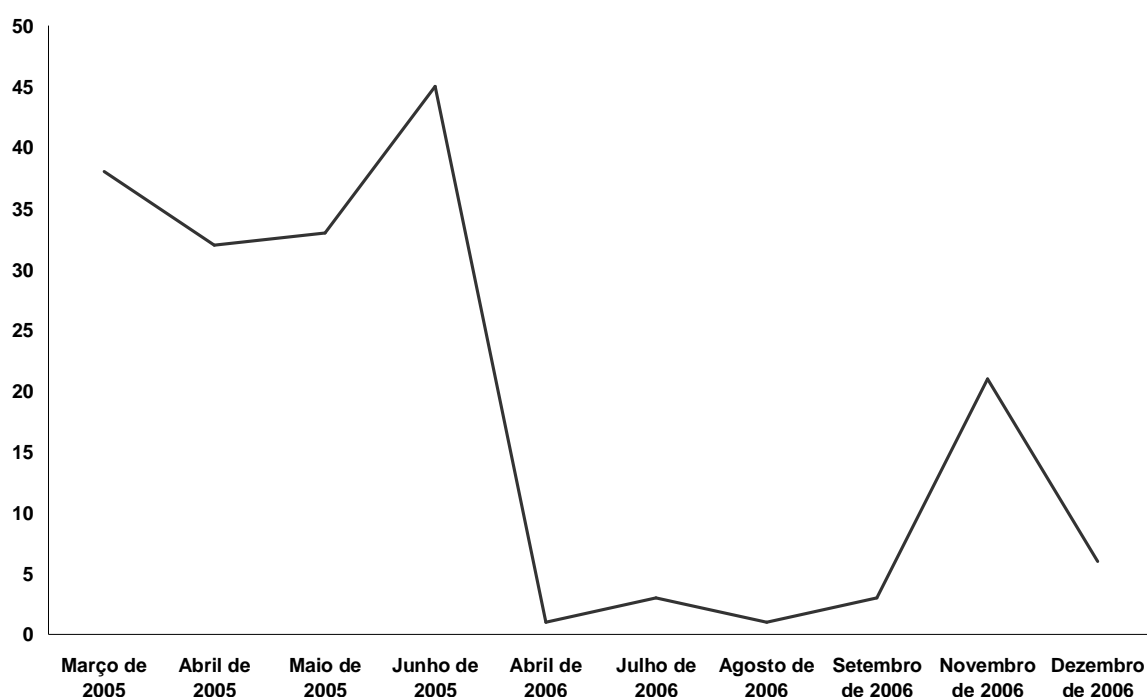
Essa negociação envolveu R\$ 5 milhões, de uma empresa de gado de corte de Goiânia (GO), alcançando uma rentabilidade de cerca de 105% do CDI. Após essa operação o banco na época, anunciou outras emissões com o título envolvendo R\$30 milhões em LCAs de boi e de açúcar e outros R\$70 milhões em LCAs de soja, algodão e amendoim para lançamentos em 90 dias, porém essas negociações não aconteceram.

De junho de 2005 a abril de 2006 não se registrou nenhuma outra negociação, envolvendo o título. Nesse intervalo, discutiu-se sua importância e efetividade, pois até o primeiro semestre de 2005, a LCA era apontada como o título agrícola de melhor aceitação no mercado, principalmente porque o papel apresentava garantia de instituições financeiras o que lhe conferia maior credibilidade e segurança. Para os entrevistados esse período de estagnação pode ser justificado pela atuação do Banco do Brasil. Isso porque o BB foi responsável pela maioria dos títulos emitidos até maio de 2005, passado esse período o banco não realizou nenhuma outra emissão de LCA o que refletiu negativamente no comportamento do papel nessa fase. Com uma participação mais ativa dos bancos privados, novas operações com o título voltaram a acontecer em 25 de abril de 2006. Sobre a LCA os entrevistados relataram:

“Eu nunca acreditei que a LCA seria o melhor. Alias a origem era criar o CRA e o CDCA, depois que nasceu o terceiro que foi um pedido do Ministério da Fazenda que não queria deixar que instituição financeira emitisse um título semelhante ao que uma indústria emitiria. Então por isso que se criou a LCA. E o nome é Letra de Crédito e não Certificado porque o sistema financeiro obedece às convenções internacionais de Genebra e Letra é uma convenção internacional.”

(Trecho de entrevista)

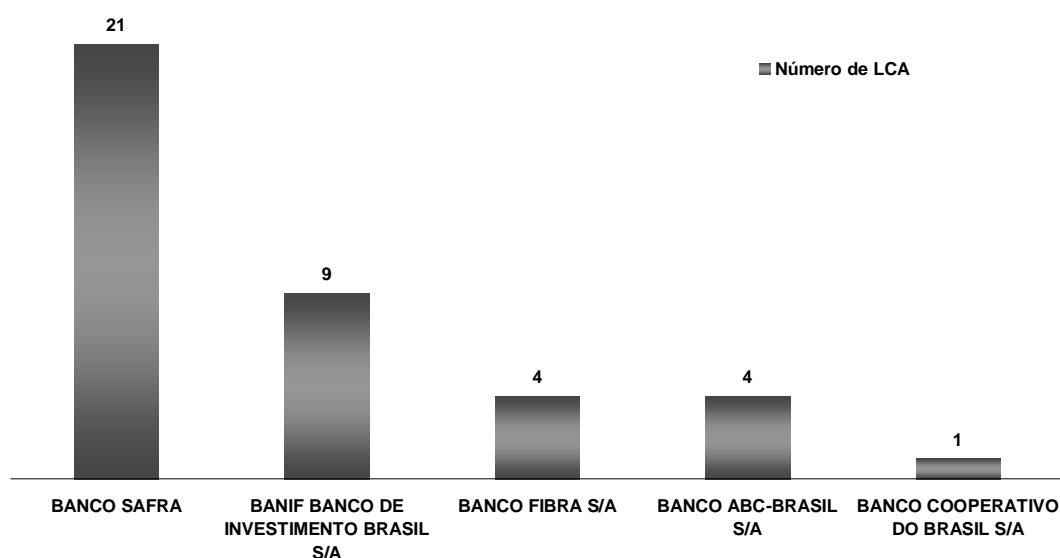
As negociações com LCA estão ilustradas na Figura (34).



**Figura 34 - Emissão de LCA nos anos de 2005 e 2006**

Fonte: BM&F e CETIP

Em 2005 e 2006 foram registradas 183 LCAs, atingindo um volume financeiro de R\$191.033.727,00. Desses títulos, 144 (R\$ 164.321.340,00) foram registrados na BM&F e 39 (R\$ 26.712.387,00) na CETIP. Dentre as instituições financeiras que emitiram LCA e registraram seus títulos na CETIP, o Banco Safra destaca-se com 21 negócios realizados (Figura 35). A BM&F não disponibiliza o nome das instituições que registram títulos em suas centrais.



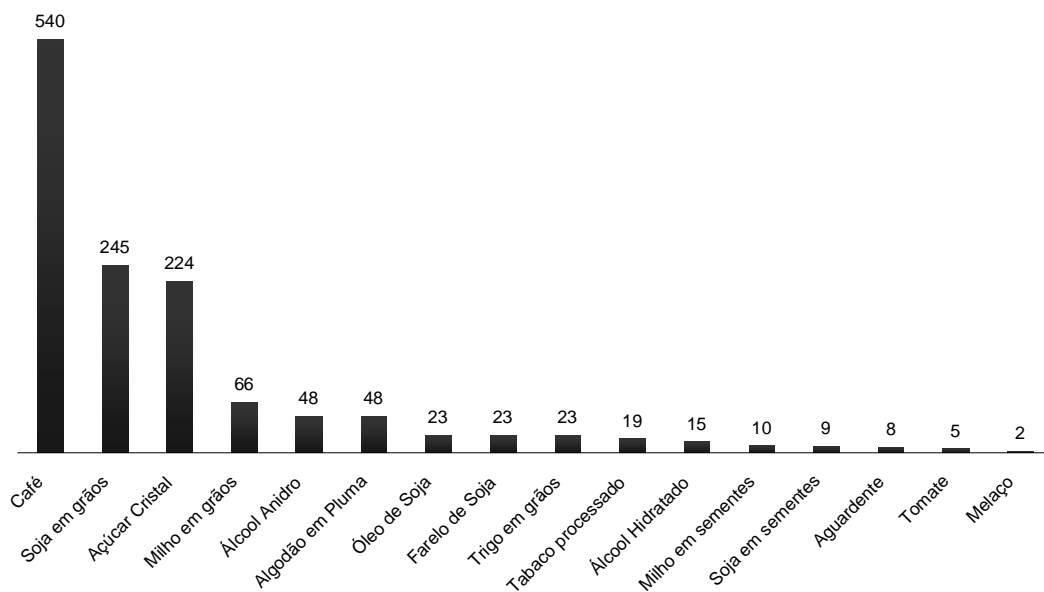
**Figura 35 - Número de LCA emitido por instituições financeiras na CETIP**

Fonte CETIP

#### 4.1.2 Operações envolvendo CDA/WA

A primeira negociação com CDA/WA aconteceu no dia 9 de maio de 2005, envolveu 2,6 mil toneladas de algodão em pluma e aproximadamente US\$ 2 milhões. Até dezembro de 2006 haviam sido registrados 1.308 títulos de CDA/WA, sendo 559 na BM&F e 749 na CETIP, alcançando uma movimentação financeira de R\$2.410.923.774,00.

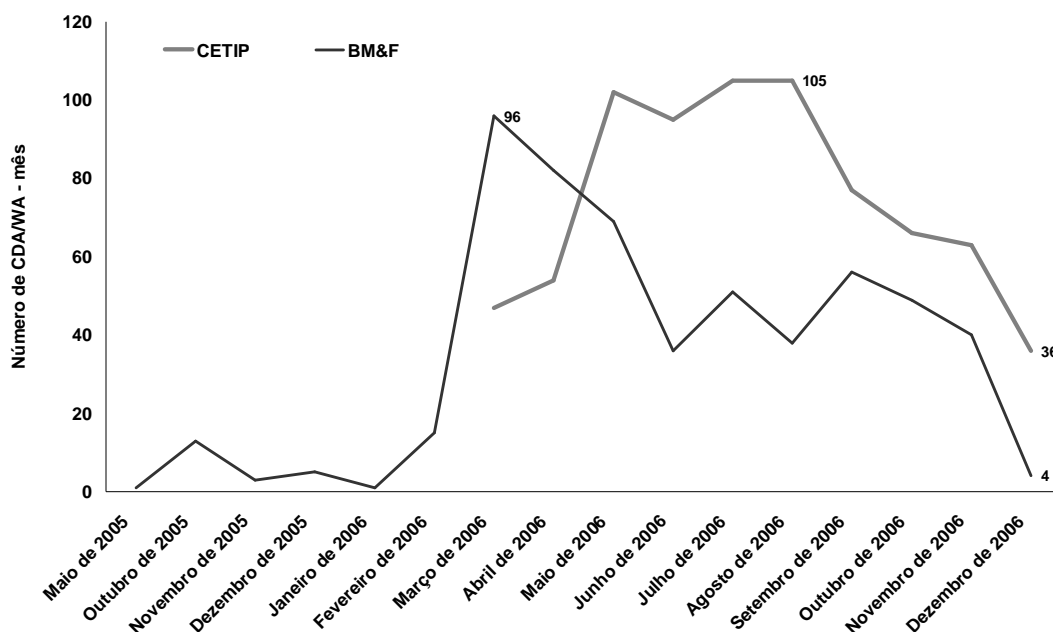
Entre os produtos negociados, o café, ocupa a primeira posição com 540 títulos, seguido pela soja em grãos (245 títulos) e pelo açúcar cristal com 224 títulos de CDA/WA negociados (Figura 36).



**Figura 36 - Número de CDA/WA negociados por produto em 2005 e 2006**

Fonte: BM&F e CETIP

A Figura 37 ilustra o comportamento de todas as emissões de CDA/WA até dezembro de 2006. A primeira operação com CDA/WA na CETIP ocorreu em março de 2006, nesse mesmo mês, houve fortes recuperações envolvendo o título na BM&F. As emissões bateram recordes nos meses de julho e agosto (CETIP), enquanto declinava bruscamente na BM&F, movimento que logo foi sentido também pela CETIP.



**Figura 37 - CDA/WA emitido mensalmente por instituições registradoras**

Fonte: BM&F e CETIP

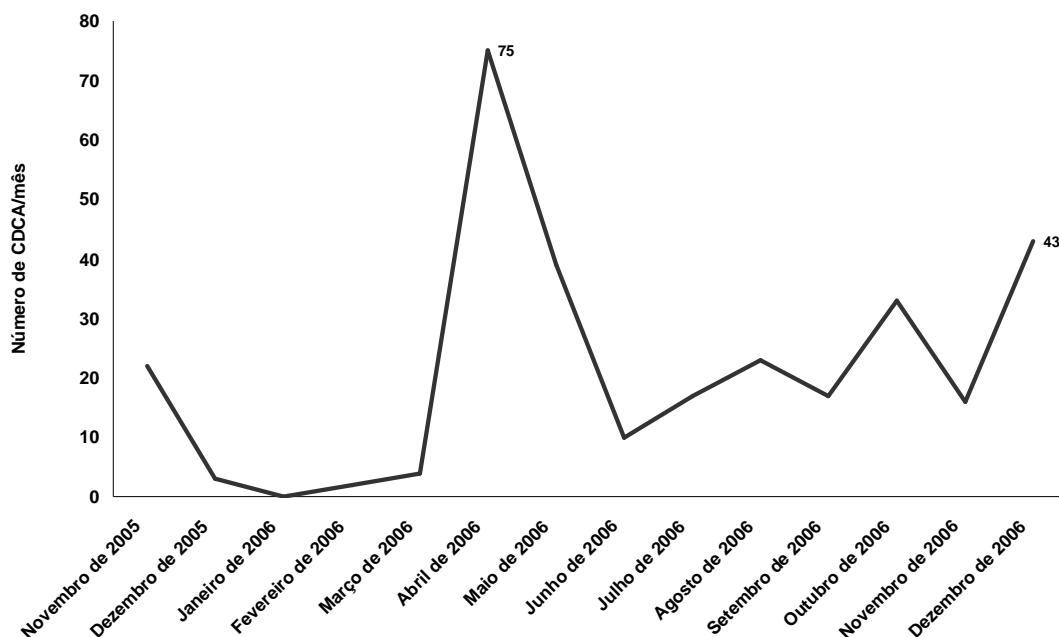
Essa queda acentuada nas emissões de CDA/WA, a partir de novembro de 2006, é justificada porque os armazenadores necessitam da prorrogação<sup>26</sup> do prazo-limite permitido para sua emissão, para estender por pelo menos cinco anos o prazo estipulado no artigo 45 da lei de 2004, que autoriza os armazéns a emitir CDAs e WAs sem a exigência da certificação do ministério. Além da regulamentação e a criação do sistema de certificação dos armazéns, que estabeleceria condições técnicas e operacionais, assim como determinaria a documentação necessária, para habilitar as empresas dedicadas à guarda e conservação de produtos agropecuários.

Uma outra questão é que todos os CDA/WA emitidos só envolveram operações primárias, o que não lhe diferia do extinto Certificado de Depósito e do Warrant. Esse fato contribui para diminuir a atratividade do título, já que seu grande diferencial está na chamada negociação secundária, quando eles estarão no mercado financeiro, circulando entre os investidores institucionais, captando recursos para o agronegócio.

#### 4.1.3 Operações envolvendo CDCA

As negociações com o CDCA demoraram um pouco mais, sua primeira operação só foi registrada em novembro de 2005. Em abril de 2006 essas negociações foram recordes, registrando 75 contratos (Figura 38). As usinas de açúcar e álcool impulsionaram os negócios como o título, utilizando o CDCA para captar recursos para alongar o perfil de sua dívida de curto para longo prazo, ou captando recursos para a compra de cana-de-açúcar para incrementar a produção de açúcar e álcool.

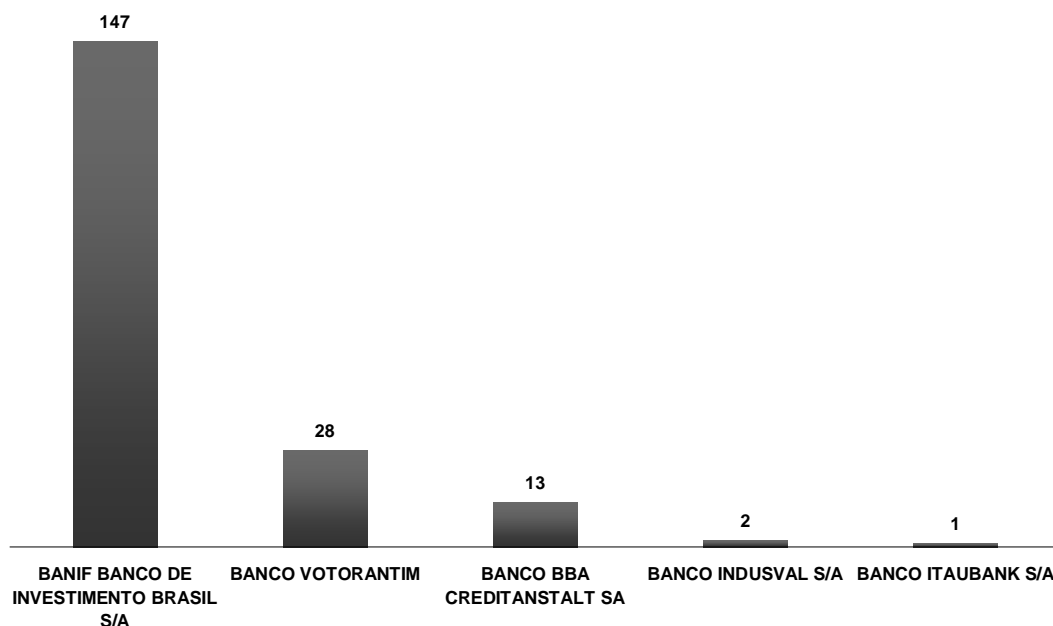
<sup>26</sup> Através da Medida Provisória nº 372, de 22.05.2007, o Governo prorrogou para 31.12.2009 o prazo para emissão do Certificado de Depósito Agropecuário - CDA e Warrant Agropecuário - WA por Armazéns Depositários de produtos agropecuários, seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico que não detenham a certificação prevista no art. 2º da Lei 9.973, de 29.05.2000, desde que atendam a requisitos mínimos a serem definidos pelo Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Pela mesma MP, foi prorrogado de 10 para até 30 dias o prazo para registro do CDA e do WA em sistema de registro e de liquidação financeira autorizado pelo Banco Central do Brasil.



**Figura 38 - Número de CDCA emitidos mensalmente**

Fonte: BM&F e CETIP

Em 2005 e 2006 foram negociados 304 títulos de CDCA, desses 191 foram registrados na CETIP e 113 na BM&F, movimentando R\$501.852.157 e R\$319.240.359, respectivamente. Na CETIP o Banif Banco de Investimento Brasil S/A foi à instituição financeira que mais emitiu CDCA, com 147 operações registradas (Figura 39).

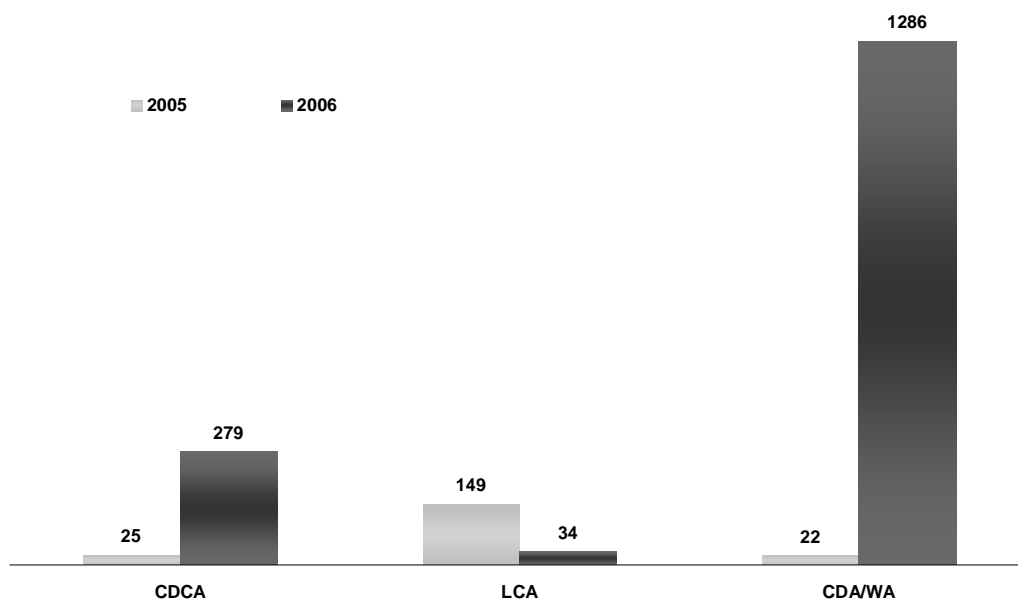


**Figura 39 - Número de contratos de CDCA registrados na CETIP emitidos por instituição financeira**

Fonte: CETIP

#### 4.1.4 Comparações entre os títulos

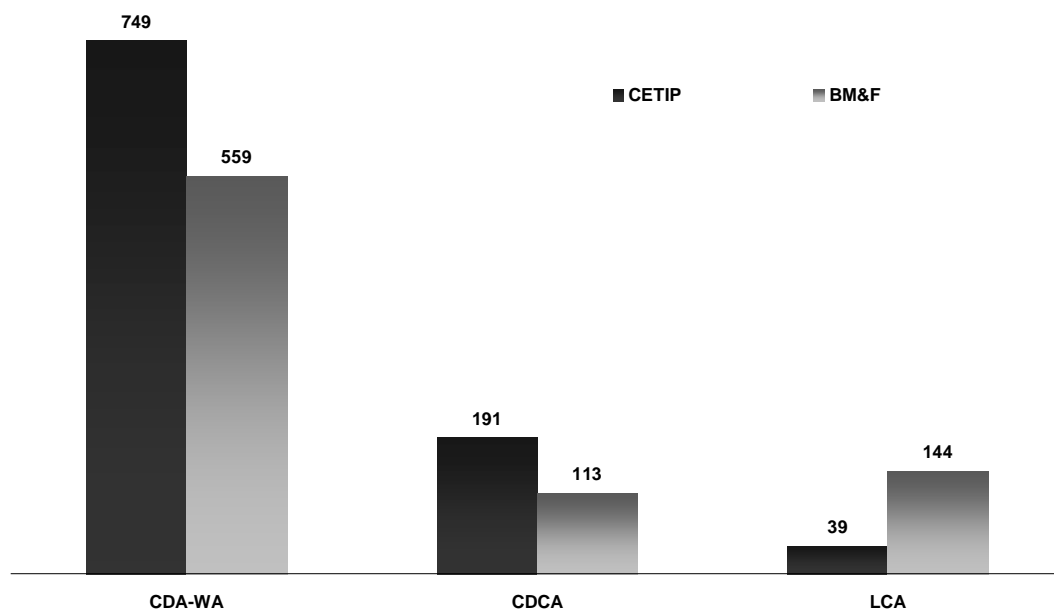
Em dois anos de operação esses papéis, em conjunto, superaram o primeiro título privado do setor, a CPR, criada em 1994, e que demorou seis anos para somar o seu primeiro bilhão. Os títulos mais negociados até dezembro de 2006 foram o CDA e o WA, que movimentaram 1.308 contratos, com valor total de R\$ 2,4 bilhões. O CDCA registrou 304 contratos e R\$ 822 milhões, enquanto a LCA movimentou 183 contratos e R\$ 192 milhões. Em conjuntos os cinco novos títulos movimentaram cerca de R\$ 3,424 bilhões, desde o seu lançamento, grande parte desse movimento foi alcançado em 2006, ano de recuperação dos papéis (Figura 40).



**Figura 40 - Número de títulos emitido por ano**

Fonte: BM&F e CETIP

A Figura 40 descreve o registro dos títulos de acordo com a instituição financeira, na CETIP foi registrado a maioria dos CDA/WA e dos CDCA negociados, enquanto que a BM&F registrou grande parte das LCAs negociadas até o momento.



**Figura 41 - Comparação entre os números de contratos por títulos na BM&F e na CETIP**

Fonte: BM&F e CETIP

O desempenho dos títulos agrícolas tem sido considerado modesto em comparação com o capital de giro necessário para a safra brasileira. Todavia, espera-se um crescimento mais acentuado a partir de 2007, em função de um maior conhecimento e aceitação dos títulos, já que a conjuntura agrícola apresenta-se melhor do que o verificado há dois anos atrás.

O quadro 12 resume os principais benefícios que os títulos agrícolas poderão oferecer para algumas instituições.

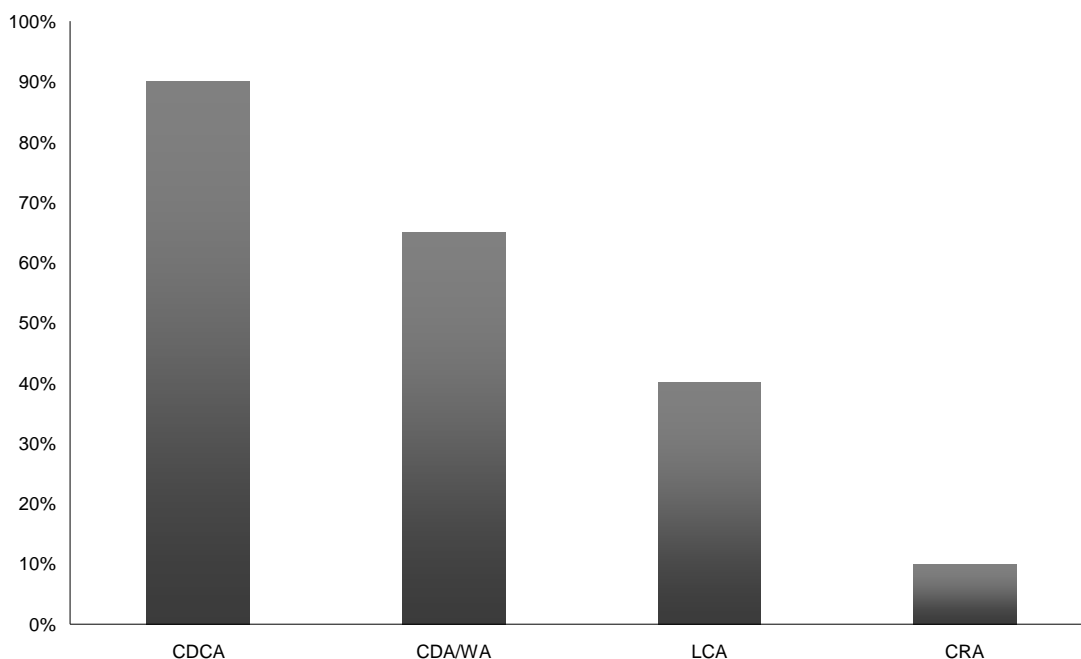
**Quadro 12 - Benefícios das instituições depois da criação dos títulos agrícolas.**

INSTITUIÇÕES	BENEFÍCIOS
Banco Central	Precisa diminuir uma pesada regulamentação de crédito rural
Ministério da Fazenda	Reduzir o gasto com equalização de taxa e com o pesado ônus de carregamento do custo do financiamento da agricultura
CVM	Desenvolver o mercado de capitais
As indústrias	Viram nesses títulos um instrumento de fácil captação, fácil acesso aos diversos mercados, inclusive o mercado internacional e de mais baixo custo de um financiamento de crédito.

Fonte: Dados da pesquisa

Solicitou-se aos especialistas entrevistados que relacionassem de acordo com suas expectativas os títulos que eles mais acreditavam. A Figura 41 descreve esse resultado.





**Figura 42 - Em qual título os entrevistados mais acreditam**

Fonte: Dados da pesquisa

O CDCA obteve maior porcentagem das respostas, a preferência pelo título foi justificada primeiro por sua simplicidade e benefício para as empresas emissoras como:

1. Menos encargos financeiros (juros, IOF, CPMF, IR);
2. Melhora o fluxo de caixa e os índices financeiros;
3. Pode transferir os recebíveis via cessão fiduciária;
4. Planeja o momento da emissão;
5. Acessa outras linhas de “crédito” (mercado de capitais).

Para os entrevistados, a essência do CDCA está no fato de que uma empresa, um distribuidor, um fornecedor, uma pessoa jurídica, poderá acessar o mercado de capitais sem necessariamente ser uma Sociedade Anônima (S.A), exigência do mercado para operações com debênture.

O CDCA foi comparado, por um entrevistado, ao que foi CPR a partir de 1994 (trecho da entrevista). Para ele o título cria novas fontes, dá circularidade e facilidade. Qualquer investidor que simpatize com o agronegócio e que tenha capital para investir poderá fazer através desse título, antes um investidor com esse perfil precisava aplicar seu dinheiro em um banco para que essa instituição realizasse a captação.

“O CDCA é o grande título desses novos papéis, é o que a CPR foi em 1994 em diante. O CDCA, ele faz isso, ele cria novas fontes, dá circularidade, dá facilidade.”

(Trecho de entrevista)

Um fator que não contribui ao desenvolvimento do título está relacionado às multinacionais, que no caso seriam expressivos usuários do CDCA. Essas empresas conseguem captar dinheiro fora do país, através de suas matrizes com taxas menores que através de emissões de CDCA (Trecho de entrevista). Para os entrevistados os grandes

usuários do CDCA serão empresas de médio porte com faturamento entre 50 e 200 milhões de reais, com capital local que possam usar esses instrumentos para garantir recursos.

“No CDCA você tenha um problema a maioria das empresas são multinacionais, elas não precisam de dinheiro, elas conseguem trazer dinheiro lá de fora mais barato, do que emitir um CDCA para captar aqui. Muitas das matrizes não concordam que a empresa local faça empréstimo, então isso é uma restrição.”

(Trecho de entrevista)

Em segundo lugar na preferência dos especialistas consultados está o CDA/WA. Mesmo sendo o primeiro em volume negociado e em títulos emitidos, no período analisado, o título vem enfrentando grandes problemas o que tem acarretado diminuições gradativas em suas negociações. Porém os entrevistados ressaltaram que são empecilhos burocráticos que deverão ser solucionados e que não deveriam influenciar na credibilidade e eficiência do papel. Foram citados como obstáculos ao desenvolvimento do título, a regulamentação da lei no que tangem a credenciamento e certificação de armazéns, o seguro rural e as obrigações dos produtores com dívidas adquiridas em safras passadas. Sobre o CDA/WA os entrevistados citaram:

“Porque ele não está evoluindo muito ainda? Primeiro por questões de regulamentação na lei, ainda não foram regularizados, credenciamento dos armazéns e não existe uma relação de confiança no sistema de armazenagem. Outra coisa, é que para você ter esse excedente, tem que ter esse grão armazenado sem ônus. Hoje a situação de fluxo de caixa do produtor quase tudo que ele produz está onerado que alguma forma. Então quando ele colhe, ele não pode emitir um CDA/WA porque na verdade existe um ônus sobre esse produto. Então é fundamental que esses grãos e fibras estejam livres de ônus. Assim eles iram aparecer no mercado com mais reforço quando a situação econômica da agricultura estiver um pouco melhor quando o produtor tiver produção livre de ônus. Para transformar esse grão desonerado em captação de recurso. “

(Trecho de entrevista)

Sobre a LCA os especialistas consultados destacaram suas principais características econômicas como:

1. Não tem compulsório - 8%
2. Não tem FGC - Fundo Garantidor de - 0,025%
3. Proibido emitir com cláusula de recompra (compromissada)
4. Pode ser liquidada na Conta Investimento (-CPMF) - 0,38%
5. Imposto de Renda igual demais aplicações de renda fixa e variável
6. Marcação a Mercado: aplicam-se as regras gerais de Títulos e Valores Mobiliários
7. Não tem PDD mensal
8. Não tem IOF - 0,0041% ao dia

Para os bancos esse título compete com outros produtos, como o próprio capital de giro, que é uma linha de crédito normal e nesse caso tem-se a vantagem de implementar um produto cujo o conhecimento por parte do banco é maior. Por outro lado o banco precisa captar, além dos depósitos a vista, utiliza também o CDB onde é necessário recolher 15% de

compulsório e IOF, então acaba pagando 98% do CDI para cobrir todas as despesas. Emitindo LCA não é necessário compulsório, não inside IOF e se for pessoa física não pagará IR, pagando 105% do CDI. São grandes benefícios que necessitam somente de uma questão de tempo para serem incorporados.

Finalmente em relação ao CRA os entrevistados colocaram que por se um título mais complicado, por precisar de uma outra análise e envolver a abertura de uma nova empresa, demandará um tempo maior para sua organização e que só por esses motivos burocráticos o título ainda não deslanchou. O Quadro 13 resume os principais obstáculos levantados pelos entrevistados com relação à difusão de cada instrumento de financiamento criado pela Lei 11.076/04. No Quadro 14 temos as principais dificuldades enfrentadas pelos setores que participaram da pesquisa, em relação aos títulos agrícolas.

### Quadro 13 - Principais obstáculos para difusão de cada título agrícola

TÍTULOS	OBSTÁCULOS
CDA/WA	Regularização do seguro e certificação de armazéns
CDCA	Registro e Custódia
LCA	Desconhecimento de uso por parte das Cooperativas de Crédito
CRA	Criação de uma empresa securitizadoras de recebíveis.

Fonte: Dados da pesquisa

### Quadro 14 - Principais dificuldades enfrentadas por setor entrevistado para expansão dos títulos agrícolas

SETORES ENTREVISTADOS	PRINCIPAIS DIFICULDADES
Bolsa de Mercadoria	Divulgação e Treinamento
Federação Brasileira de Bancos	Aculturamento e Treinamento
Banco Privado	Treinamento e Dubialidade da Lei 11.076
Banco público	Adequação ao Sistema
Empresa de insumo	Recebíveis utilizados nas operações
Setor jurídico	Registro e Custódia
Cooperativas	Registro
Armazéns*	Credenciamento dos armazéns
ANDIMA	Maior participação dos bancos
Empresa de <i>rating</i>	Maior conhecimento sobre minimização de riscos
<i>Trading</i>	Conjuntura econômica (Taxa de Juros)
Empresas do setor agrícola (Usina)	Recebíveis
Ministério da Agricultura	Saída do Banco do Brasil da operação e questões tributárias.

\* Na pesquisa foram entrevistados dois armazéns e ambos relataram à mesma dificuldade em relação aos títulos agrícolas

Fonte: Dados da pesquisa

## 4.2 Obstáculos a serem superados e algumas questões importantes na construção e consolidação dos títulos agropecuários

O maior desafio da pesquisa estava em estudar um objeto cujo desenvolvimento estava em constante mudança. Por isso teve-se a preocupação de estender a pesquisa de campo por um período de quatro meses (agosto a dezembro de 2006) para justamente poder acompanhar as transformações que esses instrumentos estavam causando no mercado e os desafios que precisariam ser enfrentados. Em todas as entrevistas realizadas os participantes comentavam sobre os benefícios dos títulos, mas davam ênfase nas dificuldades que estavam enfrentando para operar ou desenvolver esses instrumentos.

Foi assumido um compromisso com a privacidade e a confidencialidade das informações, bem como com o anonimato dos sujeitos da pesquisa divulgando somente as instituições participantes. O grupo entrevistado era bastante heterogêneo no que se referia a ligação com os títulos agrícolas. Faziam parte do grupo: responsável pela criação dos títulos, assessor de instituição ligada diretamente a esses instrumentos de financiamento, advogados, gerentes de cooperativas, diretores de armazéns e usinas de açúcar e álcool, representantes do ministério da agricultura, responsáveis pelo setor de agronegócio de banco privados e público, engenheiros agrônomos de empresas de insumo, etc.

### 4.2.1 Treinamento

Para grande parte dos entrevistados o treinamento, conhecimento ou acultramento são as principais barreiras para um bom desempenho desses títulos de financiamento. O maior gargalo é difundir a modelagem, seu funcionamento e seus benefícios, precisando assim de um intenso e contínuo treinamento, envolvendo todas as bolsas de mercadorias, as *clearing* que registram os papéis, o Banco Central, a CVM, as indústrias, as cooperativas, entidades de classes, imprensa e as faculdades.

“Eu insisto em uma coisa, não adianta você lançar os títulos, fazer uma lei e deixar ela na prateleira, pra alguém usar, você tem que estimular, treinar e educar.”

(Trecho de entrevista)

Atualmente faltam profissionais preparados e com conhecimento para análise e desenvolvimento desses títulos, sua divulgação necessitaria ser intensificada. Somente um seminário, coordenado pela BM&F e pela Febraban, foi apresentado para divulgação dos títulos, todos os outros cursos oferecidos são pagos e com valores relativamente altos o que dificulta o acesso de muitos operadores de mercado.

“Porque todas as lideranças entenderam que a criação dos títulos agrícolas era importantíssima, então todos os elos se convergiram para a necessidade. O que falta agora é o mercado se preparar.”

(Trecho de entrevista)

Para amenizar essa deficiência está em criação o Instituto Brasileiro para Desenvolvimento do Agronegócio (IBDA) que terá como principal objetivo, difundir esses títulos à sociedade. Treinamentos serão oferecidos aos técnicos do Ministério da Agricultura para serem multiplicadores desses instrumentos de financiamento rural, por todo o Brasil.

#### 4.2.2 Registro, recebíveis e custódia

As Centrais Registradoras estão aperfeiçoando seus sistemas, para atender satisfatoriamente a demanda por registros dos títulos agrícolas. Algumas modificações já foram realizadas a pedido dos agentes envolvidos, como o recebimento via e-mail de informações sobre as ofertas e negócios realizados no Módulo de Negociação. Porém a grande questão está relacionada ao lastro dos papéis, já que nem todos os direitos creditórios do agronegócio (recebíveis) são aceitos pelas registradoras. Com isso, muitas operações que envolveram os títulos agrícolas foram recusadas, devido a ausência de telas para registro desses recebíveis.

“É o calcanhar de Aquiles, pois é onde se suporta toda a operação. Onde tem a segurança, que está comprando um CDCA ele pode olhar os papéis que ele está lastreando.”

(Trecho de entrevista)

A Lei 11.076 é muito ampla no que tange a especificação dos direitos creditórios, o que dificulta a arquitetura dos sistemas de registro. Atualmente são reconhecidos 20 direitos creditórios, mas constantemente outros recebíveis são apresentados às Centrais Registradoras. Cada recebível precisa de uma tela específica em função de suas peculiaridades. Nesse sentido, estão sendo realizadas adequações com relação a inclusão de novas telas para registro, incorporando mais opções de recebíveis.

“Quero registrar um CDCA com o fluxo de caixa desse jeito e eles disseram que não conseguia registrar. Mas como não consegue registrar? Onde que na lei disse que não pode ter esse fluxo? Eles trabalharam no sistema e desenvolvemos juntos o registro. Foi uma parceria, caminhamos juntos para fazer o melhor negócio.”

(Trecho de entrevista)

Outras modificações foram citadas pelos entrevistados, como: i) a criação de controle dos lotes e do recebimento; ii) separação por tipo de títulos; iii) sistema remoto de computação para que o próprio cliente consiga fazer um *download* da operação, realizar o registro e enviar para o Banco em e-mail magnético registrado.

Na comparação entre as Centrais Registradoras, os entrevistados ressaltaram que grande parte dos títulos agrícolas são registrados na CETIP, cerca de 70% dos negócios. Esse fato pode ser justificado primeiro, porque a registradora atua há mais tempo nesse mercado de registros. Além disso, o custo de registro na CETIP é inferior. Elogios foram feitos ao *layout* do sistema da BM&F, que para os entrevistados, é considerado mais fácil e completo, fazendo com que o processo de registro seja realizado de forma mais rápida.

Os sistemas de registro de títulos estão passando por modificações constantes, para atender as exigências do mercado e facilitar a difusão dos títulos agrícolas como instrumentos eficientes de financiamento rural. Para isso, técnicos trabalham constantemente adequando os sistemas existentes ou criando novas alternativas.

“Você não tinha nada antes então quando você cria mais um passo, precisa de um período de maturação e desenvolvimento. Mas agora já melhorou. Se o sistema não é o melhor tem que melhorar é um processo contínuo, manutenção. Mais oferece benéfico, porque da

mais transparência, eu acho bom para todo mundo, amanhã você está no banco você enxerga as operações. E no começo não é fácil não, ainda mais nessa área no agrícola, tem uma resistência do produtor, burocracia, papelada, depois o usuário vê que não é bem assim, que é para melhor.”

(Trecho de entrevista)

Com o tempo acredita-se que o uso de mensageria terá prioridade ao uso de telas e principalmente em relação à transferência de arquivos. Analistas avaliam que, mesmo com o avanço do uso de mensageria as telas não serão desativadas de imediato, pois poderão ser utilizadas em situações de contingência, ao contrário da transferência de arquivos que em breve será desativada.

Ao longo de 2007, as registradoras devem concentrar seus esforços na criação de novos produtos para o segmento de títulos agrícolas e no desenvolvimento das negociações eletrônicas. A busca por alternativas mais eficientes e a constante adequação por parte dos agentes de mercado às mudanças nos sistemas refletem o avanço da tecnologia, componente indispensável para a evolução do mercado de títulos.

A custódia é a guarda e o exercício de direito de títulos e valores, depositados em nome dos investidores, garantindo a sua propriedade nas centrais de custódia. Os entrevistados relataram algumas dificuldades enfrentadas para sua realização, destacando o tempo gasto na operação.

Sendo realizada pelos próprios bancos fornecedores, leva em torno de cinco dias até a aprovação da garantia, onde é necessária análise de penhor e garantia de risco, o que torna essa etapa muito demorada. Nessa fase pode-se chegar até a um mês.

#### **4.2.3 Capacidade e qualidade dos armazéns**

Um outro elemento citado pelos entrevistados, como entrave à expansão dos novos instrumentos de financiamento rural e principalmente ao CDA/WA, está relacionado à capacidade e qualidade dos armazéns instalados no país.

Conforme estudos da Organização das Nações Unidas para a Alimentação e a Agricultura (FAO), o ideal é que os países tenham uma estrutura suficiente para acomodar, pelo menos 1,2 vez a safra local. No Brasil enquanto a previsão da Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB) para a safra de 2005 variava entre 122 e 125 milhões de toneladas, os silos das iniciativas privada e pública tinham capacidade estática de pouco mais de 104 milhões. Esse cenário começa a demonstrar mudanças já que em 2006 aconteceu um incremento de 14,5% na capacidade total dos armazéns principalmente nas regiões Centro-Oeste (25,6%), Nordeste (18,6%) e Sudeste (15,1 %).

Entre 2001 e 2006 a capacidade de armazenagem no País teve aumento de 34,4%. Nesse mesmo espaço de tempo a produção de grãos teve um crescimento menor, de 23,1%. Esse fato permitiu que em 2006 houvesse o equilíbrio entre a oferta de grãos e a demanda por armazenagem, ambas respectivamente com 121,3 e 121,7 milhões de toneladas (CONAB).

Mesmo com essa recuperação, o problema do setor de armazenagem brasileiro ainda não está resolvido, pois a expansão da capacidade nacional não está sendo feita de forma uniforme e o déficit de armazenagem ainda existe em determinadas regiões. Dados da CONAB indicam que no Norte e Nordeste o volume de armazéns não é suficiente para a colheita, enquanto no Sudeste sobram armazéns. Já no Sul, o volume disponível para armazenagem é compatível com a produção existente.

Grande parte dos armazéns está situado nas Regiões Sul, Centro-Oeste e Sudeste, que juntos concentram 92% da capacidade total cadastrada no País. A capacidade estática

instalada está distribuída nas modalidades de armazéns convencionais, com 26,8 milhões de toneladas, e de armazéns graneleiros, com 95,1 milhões de toneladas, representando respectivamente 22,0% e 78,0% da capacidade total cadastrada no País (CONAB).

Atualmente, apenas 3% da estrutura de armazenamento disponível no País está sob a responsabilidade do governo federal<sup>27</sup> e não há previsão de ampliação. Mas é preciso ir além nesse avanço à similaridade dos Estados Unidos<sup>28</sup> onde ocorre um elevado nível de profissionalização dos *traders* desses comerciantes, que trabalham 100% protegidas em operações de *hedging* na Bolsa de Chicago (SOUSA e MARQUES, 1998).

No Brasil, os armazéns tinham vedação expressa no Decreto Federal n.1.102 de 21 de novembro de 1903, tendo sua atuação limitada pela lei que regula esses estabelecimentos e que impede operações de compra, venda ou intermediação de mercadorias por essas empresas (SOUSA e MARQUES, 1998). Essa situação pode ter encontrado solução parcial na Lei Federal n.11.076/04 que flexibilizou esse impedimento ao permitir aos armazenadores não apenas emitirem títulos para captarem recursos na forma de CDCA como adquirirem CDA/WA, abrindo espaço para operarem de forma mais ampla na comercialização. Com isso, espera-se queda dos custos das tarifas de armazenagem para grãos.

Os armazéns passam agora também a ter um novo papel, pois com o CDA/WA os armazéns tornaram-se grandes casas de negócios, permitindo que se negocie diretamente o produto, algo que não ocorria anteriormente. Para ampliar ainda mais a credibilidade e a segurança para os investidores, o governo lançará um sistema de certificação de armazéns, que ainda está em discussão. Toda empresa armazenadora que presta serviços para terceiros será obrigada a buscar a certificação. Os armazéns deverão possuir sistema de aeração, de termometria e o controle e monitoramento de micotoxinas e resíduos, entre outros.

Para participar do processo, o armazenador precisa procurar uma das entidades credenciadas pelo Inmetro, que irá avaliar a estrutura da unidade e as condições de cumprimento das exigências. A Conab reforça a necessidade da implementação imediata do Sistema Nacional de Certificação de Unidades Armazenadoras, como forma de tornar o setor armazenador mais eficiente, moderno e com credibilidade.

Marques e Silva (2006) citam que para contribuir com esse processo de certificação e amenizar este problema, o governo lançou o programa de capacitação da mão-de-obra do armazenador. São programas que duram no máximo uma semana objetivando a redução das perdas, a melhoria da qualidade dos produtos armazenados, a diminuição da rotatividade da mão-de-obra e a geração de emprego no setor. Qualificam os operadores, de pequenos e grandes armazéns, com relação à pré-limpeza, secagem, tratamentos fitossanitários e outros.

#### **4.2.4 Taxa de juro**

A taxa de juros básica praticada na economia brasileira também ajuda a desestimular os negócios com os novos instrumentos de financiamento rural. Essas altas taxas de juros

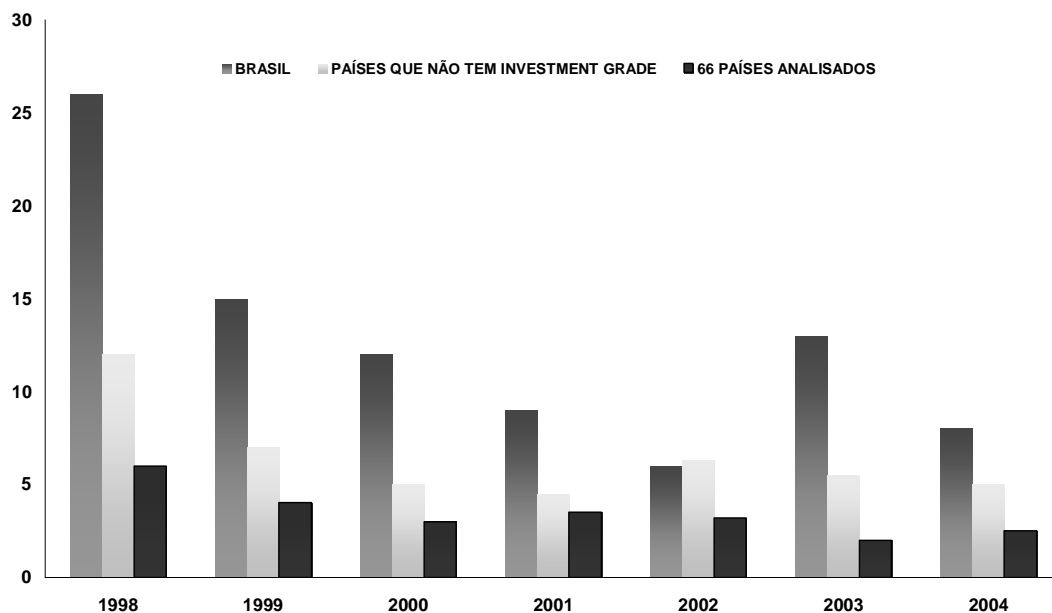
---

<sup>27</sup> No entanto, o Ministério da Agricultura junto com a Secretaria de Política Agrícola, lançou o Programa de Incentivo à Irrigação e à Armazenagem (Moderinfra), cujo objetivo é financiar, entre outras ações, a construção de armazéns nas próprias fazendas. Os recursos são provenientes de um convênio acertado com o Banco Nacional de Desenvolvimento Social (Bndes) e pode ser contratado junto nas agências bancárias credenciadas no Sistema Nacional de Crédito Rural.

<sup>28</sup> Principal segmento das commodities brasileiras envolvendo em especial o milho e a soja. No padrão norte-americano para essas cadeias de produção, “a quase totalidade da comercialização de grãos é feita através dos chamados elevators, um misto de armazéns gerais e cerealistas, já que suas receitas vêm tanto de compra e venda de grãos, quanto da prestação de secagem e armazenagem para produtores e processadores” (SOUSA e MARQUES, 1998)

impedem a redução consistente do custo do dinheiro obtido com vendas antecipadas lastreadas em títulos financeiros, e condicionam no curto prazo a potencialidade e o dinamismo da inserção setorial no mercado financeiro.

Mesmo com os declínios dos últimos meses, a taxa de juros (Taxa Selic) no Brasil, continua na liderança como um dos maiores juros reais (descontada a inflação) do mundo. A Figura 42 descreve bem esse comportamento, observado no estudo de Bacha, et al. (2007), onde se fez uma comparação com base em um painel de 66 países industriais, desenvolvidos e emergentes.



**Figura 43 - Taxa de juro real do Brasil comparada com 66 países analisados**

Fonte: BACHA, E. et al. 2007.

Bacha et. al. (2007), concluem que a taxa de juro real do Brasil está acima do necessário para a realidade doméstica, de acordo com o estudo a taxa Selic poderia ser de 10,5%.

Marques e Silva colocam que quanto menor a taxa de juros da economia, menor a pressão pelos recursos públicos destinados ao crédito rural a juros controlados. Com as taxas de juros dos recursos livres se aproximando das taxas de juros dos recursos controlados, os produtores tendem a buscar novas fontes menos burocráticas que o sistema oficial.

Os autores levantam uma questão importante, pois com a taxa de juros básica da economia reduzindo, a taxa de juros dos recursos controlados, de 8,75% ao ano, fica cara para o produtor, precisando que o governo reveja este valor. Portanto, se a redução da taxa de juros básica da economia aumenta a disponibilidade de recursos para o crédito rural, por outro lado, encarece o financiamento do produtor.

A redução da taxa de juros é importante para definir o tamanho do sucesso dos novos títulos. Com a queda da taxa básica de juros (Selic), os fundos de investimento buscariam nos títulos privados uma alternativa para garantir a rentabilidade das aplicações.

#### 4.2.5 O papel do Banco do Brasil

A importância do Banco do Brasil como difusor desses mecanismos de financiamento agrícola foi citada pelo representante do Ministério da Agricultura. A participação mais atuante do BB neste mercado é apontada como essencial para um aumento dos potenciais de



recursos que os papéis poderão alavancar em 2007 e também como indutora para acelerar a entrada dos demais bancos nesse mercado.

Ao contrário do que acontece com a CPR, o Banco do Brasil não conseguiu se destacar nas negociações com os novos títulos agrícolas. O banco participou de algumas operações de LCAs em 2005, porém a instituição não contava com um sistema que possibilitasse operar em varejo.

Desde então, foram feitos estudos técnicos e desenvolvido um sistema de automação para, no início da próxima safra, o banco voltar a operar dessa vez com os quatro títulos existentes, de modo que qualquer agência possa fazer a emissão. A instituição está testando o sistema com previsão de funcionamento apenas para a safra 2007/08, que começa em julho.

“Hoje dentro dos bancos todos os produtos que você vai desenvolver você só lança quando já tem os sistemas prontos. Ninguém lança um pronto principalmente em larga escala que você tem que fazer na mão. Eu tenho conhecimento de três ou quatro grandes bancos que estão desenvolvendo sistemas, para fazer as operações. É uma operação que demanda um pouco de mão de obra. É uma questão de tempo.”

(Trecho de entrevista)

Atualmente as emissões de títulos agrícolas têm crescido, sobretudo pelo aumento das emissões dos bancos privados. Alguns desses bancos não possuíam setores agrícolas e precisaram desenvolver essas áreas para atuarem com os novos instrumentos de financiamento rural.

“A relação entre setor privado e agronegócio está sendo cada vez melhor, está ampliando. Até há um tempo atrás nem existia essa área aqui no banco. Os títulos são grandes potenciais mais não serão de uma hora para outra que eles vão explodir. Ano que vem eu já vejo a carteira do agronegócio dobrando. As idéias estão mudando. O pessoal tem que se profissionalizar mais, não pode ficar esperando uma linha do governo. Montamos a área justamente para trabalhar com o título, era preciso montar uma área de agronegócio justamente pela sua expansão.”

(Trecho de entrevista)

Para o entrevistado a participação mais ativa do Banco do Brasil impulsionará esse mercado aumentando a atuação dos bancos privados que vêm no comportamento do BB uma segurança para realizarem suas operações.

#### **4.2.6 Administradores de fundos e dubialidade da Lei 11.076**

Os entrevistados destacaram que os títulos agrícolas além de ser uma alternativa de financiamento para o setor agropecuário também seria boas opções para os gestores de fundos. A Mercatto lançou dois fundos que possuem esses ativos na carteira. O Mercatto Top com um patrimônio de R\$ 136 milhões e uma rentabilidade de 108% do CDI. E o Mercatto Top de Longo Prazo que possui R\$ 61 milhões em carteira e apresenta rendimento de 105% do CDI. A Mellon Serviços Financeiros DTVM também lançou um fundo de investimento com foco em títulos agropecuários, que está aprovado pela CVM e tem como perspectiva atingir R\$ 240 milhões. O Banco Rural também possui um fundo aplicado nesses títulos e pretende aumentar a posição nesses ativos.

“Títulos do agronegócio lastreados em bons projetos são atraentes a fundos de investimentos. Isso ocorre porque estes papéis podem ser negociados sem que seja necessária a entrega física do produto, o que muitas vezes não é de interesse destes investidores, que desejam lucrar com a liquidez destes títulos no mercado financeiro. Além disso, a isenção de IOF (Imposto de Operações Financeiras) e em alguns casos de IR (Imposto de Renda) reforça a atratividade dos papéis.”

(Trecho de entrevista)

Para os especialistas pesquisados mesmo com algumas atuações de gestores, a maioria dos administradores de fundos ainda não despertaram para o potencial deste mercado de títulos, onde o grande diferencial é a isenção de Imposto de Renda para Pessoa Física, o que reduz os custos em até 20%. Os analistas acreditam que a entrada das gestoras de fundos nesse mercado deve trazer um aumento de liquidez para o mercado secundário e impulsionar as negociações com esses títulos.

Com relação à Lei 11.076 os entrevistados relataram alguns itens que geram dúvidas e destacaram a redação que eles classificaram como deficiente. Algumas dessas questões são discutidas no Quadro 4 (Comparativo dos novos títulos: CDCA, LCA e CRA) descritas pelas observações de Machado (2006).

“A parte final contém somente dez artigos que são suficientes para produzir mil e uma dúvidas, criar incertezas, postergar a sua aplicação para as dúvidas e as incertezas serem dirimidas, quiçá, entendidas.”

(Trecho de entrevista)

Algumas dúvidas como: tamanho do lastro, volume das operações, falta de clareza quanto aos pagamentos dos impostos, por parte do depositante do CDA/WA, ou seja, se a incidência será sobre o valor do produto quando foi armazenado ou sobre o preço no final da negociação, etc. Além disso, no caso das LCA e do CDCA, a legislação não explica se cotistas detentores de fundos ficam isentos da mesma forma que as pessoas físicas.

Para maioria dos entrevistados essas dúvidas geradas pela Lei 11.076 dificultam na estruturação das negociações com os títulos e devem ser consideradas como obstáculos. Para outros, como o especialista do setor jurídico, melhorias nos registros e adaptações no sistema são primordiais o que envolveria questões de regulação e não necessariamente de alteração na lei.

#### **4.2.7 Rating e seguro rural**

O *rating* foi considerado de extrema importância, pois aumenta a confiança do investidor na operação, conseguindo descrição das características da operação, da garantia, dos avalistas e de toda estrutura, contribuindo para a transparência da operação. O mercado de capitais brasileiro está valorizando os títulos que possuem *rating*, seguindo a tendência do mercado internacional.

“Com a avaliação de *rating* o investidor vê alguém de fora e não a própria usina falando do título. Checa a operação e diz se ela tem um bom *rating*, por isso, isso ou isso. Qual a característica da operação a garantia, dos avalistas e de toda a estrutura, dando uma transparência muito maior.”

(Trecho de entrevista)

As operações com títulos agrícolas principalmente aquelas envolvendo CDCA estão acontecendo através da avaliação de empresas de *rating*. Os especialistas acreditam nesses mecanismos de segurança, mas ressaltam que essas avaliações de riscos acarretam custo para os usuários do título diminuindo assim seu volume de captação de recurso.

O seguro rural é fundamental para estruturar um consistente processo de captação de recursos para o financiamento da agricultura com base em títulos negociados no mercado financeiro porque permite a adequada gestão de riscos agronômicos e climáticos típicos da produção rural.

Para o repasse do crédito as instituições estão fazendo uma rigorosa seleção na aprovação do empréstimo, além da burocracia os credores temem a inadimplência. O incentivo ao seguro rural aumentaria a segurança facilitando operações que envolvessem títulos agrícolas.

## CONCLUSÃO

A agricultura sempre teve uma importância histórica para o Brasil e seu financiamento sempre foi primordialmente concedido pelo governo, de forma subsidiada, gerando em muitos casos ineficiências, não incentivando os produtores (devedores) a se profissionalizar, aumentar sua produtividade e cumprir com as obrigações pactuadas no financiamento público. No entanto, nos últimos anos, o Estado brasileiro reduziu o financiamento público ao setor rural começando assim uma nova fase em que o setor privado passa a ser um potencial financiador do setor rural.

A aproximação entre agronegócio e mercado financeiro vem sendo defendida há uma década, principalmente a partir da criação da CPR. Instrumento que surgiu para ampliar as possibilidades de financiamento dentro da cadeia de produção, abrindo ao mesmo tempo um novo cenário para o mercado de derivativos. Depois da criação da CPR pode-se destacar a importante evolução institucional e instrumental consolidada para a construção de um novo padrão de financiamento da agricultura com base em títulos financeiros.

Os títulos criados pela Lei 11.076/04 (CDA/WA, LCA, CDCA, CRA) confirmam um pequeno avanço na eficiência do financiamento privado para o agronegócio, mas muito ainda precisa ser feito para que a grande aposta do governo para o financiamento da agricultura deslanche.

Obstáculos conjunturais, estruturais, operacionais e culturais precisam ser superados para o desenvolvimento de um financiamento rural baseado em títulos agrícolas. A alta taxa dos juros, a crise rural e os sistemas de registros são alguns exemplos apontados como causas do fraco desempenho dos títulos agrícolas entre os anos de 2004 e 2006.

Além disso, outros obstáculos devem ser superados na construção e consolidação dos derivativos agropecuários, como, uma maior participação de instituições públicas e administradores de fundos, uso de alternativas para minimização de riscos como *rating*, regulamentação na lei.

O treinamento e a desinformação sobre esses papéis também foram apontados pelos entrevistados, já que o desconhecimento do mercado sobre esses títulos tem impedido sua expansão. Para que estes novos mecanismos de financiamento sejam amplamente absorvidos pelo mercado de capitais será necessário uma ampla divulgação junto às corretoras, distribuidoras de valores e investidores institucionais. Deve-se também salientar a importância da credibilidade das operações, sendo necessário uma fiscalização rigorosa por parte do MAPA e da CVM.

Outras medidas devem ser tomadas como a estruturação de um consistente sistema de seguro rural no Brasil e o aprofundamento da modernização da estrutura de mercado dos grãos, principal segmento das *commodities* brasileiras

O seguro agrícola daria maior garantia aos credores, facilitando a obtenção de crédito, porém o mercado de seguros agrícolas no Brasil ainda é incipiente, mesmo com as subvenções a algumas culturas. Os históricos de endividamento e as constantes renegociações de dívidas do setor diminuem o interesse das seguradoras por esse mercado.

Mesmo com os obstáculos levantados todos os 14 entrevistados acreditam nos cinco instrumentos de financiamento criados em dezembro de 2004. Os especialistas reforçaram que entraves como seguro rural, capacidade e qualidade dos armazéns são dificuldades enfrentadas pelo país há alguns anos e precisam ser superadas não só para a expansão desses títulos agrícolas, mas para o desenvolvimento da agricultura como um todo.

Entre os títulos agrícolas, o CDCA foi considerado o principal mecanismo de captação de recurso privado da Lei 11.076, seguido pelo CDA/WA, LCA e CRA. Para os especialistas esses papéis demoraram um pouco mais para atingir as expectativas do governo, mas essa recuperação já começa a ser sentida em 2007.

Amenizada a crise vivida pelo setor agrícola brasileiro e certo de que o agronegócio voltará a ser sinônimo de investimento lucrativo, o governo prevê para 2007 um salto recorde na emissão de títulos de crédito agropecuário. Segundo estimativas do Ministério da Agricultura ultrapassarão a marca de R\$ 8 bilhões. Espera-se um expressivo crescimento em termos de volume custodiado desses títulos, principalmente para as LCAs já que essas começaram a despontar novamente em dezembro de 2006. Em valores, o volume de LCA passou de R\$ 19,2 milhões (dezembro/2006) para R\$ 25,6 milhões (janeiro/2007), um crescimento de 72%.

De acordo com a Cetip, esse aumento esperado pelo Governo, reflete, em parte, o interesse das instituições financeiras pelos títulos do agronegócio. Em 2006, as instituições realizaram reuniões técnicas com agentes do mercado para disseminar informações acerca da emissão, registro e negociação destes títulos. Um outro fator determinante foi a percepção de que o risco agrícola hoje é melhor compreendido principalmente com uso de técnicas de minimização de risco com o *rating*. A queda da taxa básica de juros (Selic) também favorece a alavancagem desses instrumentos de financiamento, com os fundos de investimento buscando nos títulos privados uma alternativa para garantir a rentabilidade das aplicações.

Podemos observar que fatores apontados como obstáculos a serem superados, como o *rating*, queda da taxa de juros e participação de fundos de investimentos já estão sendo absorvidos pelo mercado e começam a contribuir para expansão dos títulos agrícolas. A maior participação do Banco do Brasil esperada para 2007 também contribuirá ao desenvolvimento desse mercado.

Mas ainda é cedo para avaliar o desempenho e aceitação do setor privado com relação aos novos títulos, os resultados mais expressivos deverão ser sentidos em alguns anos. Apesar da novidade e da tradicional cautela do agroempresário brasileiro, os analistas acreditam que, pelo fato do setor estar mais profissional, a absorção das informações e utilização dos títulos acontecerá um pouco mais rápido do que quando a CPR foi criada.

Pela magnitude dos problemas levantados, a solução não pode ser construída no curto prazo. Assim, os novos títulos financeiros representam uma aposta no futuro, quando poderão ser colhidos os frutos. Qualquer conclusão sobre sua expansão e eficiência seria precipitada, além de recentes esses títulos foram lançados em um período de crise na agricultura brasileira influenciando seu desempenho. Uma avaliação que compreendesse um período maior talvez pudesse avaliar e julgar com mais clareza esses títulos agrícolas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGROCONSULT - **Agricultura brasileira**. Disponível em: <http://www.agrosecurity.com.br>. Acesso em: 10 nov. 2006.

AGROSECURITY - **Análise de liquidez**. Disponível em: <http://www.agrosecurity.com.br>. Acesso em: 27 out. 2006.

ALVES, P. R. R. **O desenvolvimento do sistema financeiro imobiliário e da securitização de recebíveis imobiliários na redução do déficit habitacional brasileiro**. Monografia UFRJ - 2005

AMORIM NETO, A.; CARMONA, C. U. M. **Modelagem do Risco de Crédito: Um estudo do Segmento de Pessoas Físicas em um Banco de Varejo**. READ - Revista Eletrônica da Administração (UFRGS), Porto Alegre, RS, v. 40, 2004.

ANDA - **Setor agrícola**. Disponível em: <http://www.anda.org.br/home.aspx>. Acesso em: 27 out. 2006.

AZEVEDO, R.da R. 1998. **O seguro e o resseguro de riscos rurais**. Seguro Moderno, São Paulo, Ano V, n.25, p.36-39.

AZEVEDO, R. da R. , H. G. Sirimarco, 1998, **O uso do “hedge” no gerenciamento de riscos rurais**. Seguros & Riscos, Ano XII, n.124, p. 50- 52.

BACHA, E.L.; HOLLAND, M.; GONÇALVES, F. M. *"Is Brazil Different? Risk, Dollarization, and Interest in Emerging Markets"*. Rio de Janeiro: IEPE/CdG, Texto para Discussão n.11, versão 09 Maio de 2007.

BACHA, C. J. C.; ROCHA, M. T. **O Crescimento da Produção Agropecuária Brasileira no período de 1989 A 1996**. Preços Agrícolas, Piracicaba, SP, v. 11, n. 128, p. 6-8, 1997.

BANCO DO BRASIL (BB) - **AGRONEGÓCIOS**. Disponível em: <http://www.agronegocios-e.com.br/agronegocios>.

BARROS, G.S.C. **A nova política agrícola brasileira**. Preços Agrícolas, Piracicaba, (99):4-7, 1995.

BARROS, G. S. C. **Divida agrícola e sustentabilidade do agronegócio**. Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz” Esalq/Usp Centro de Estudo Avançados em Economia Aplicada – CEPEA, 2006.

BARROS, G.S.C.; BACCHI, M. R. P.; MIRANDA, S. H. G.; BARTHOLOMEU, D. B.; CAIXETA FILHO, J. V.; OSAKI, M. **Agronegócio Brasileiro: Perspectivas, desafios e uma agenda para seu desenvolvimento** - CEPEA - Piracicaba 2006.

BELIK, W. **Estado, Grupos de Interesse e Formulação de Políticas para a Agropecuária**. Revista de Economia e Sociologia Rural. Sober, Brasília, v. 36, n.1, p.9-33, jan/mar 1998.

BELIK, W. **Um estudo sobre o financiamento da política agroindustrial no Brasil** (1965-87). Campinas: UNICAMP/IE, 1994. 58 p. (Texto para Discussão, n. 35).

BOLSA BRASILEIRA DE MERCADORIA – BBM. **Notícias**. Disponível em: <<http://www.bbmnet.com.br>>. Acesso em: 5 out. 2005.

BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS - BM&F. **Em destaque**. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br>>. Acesso em: 2 mar. 2005.

BOYER, R. 1990. **A teoria da regulação: uma análise crítica**. São Paulo: Nobel

BRAGA, J. C. de S. (1993) **A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismo centrais**. Campinas, Economia e Sociedade, n. 2.

BRASIL, Haroldo Guimarães. **Endividamento e valor: um estudo de comportamento financeiro da firma**. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 1997. Tese (Doutorado em Economia).

BRASIL. Leis, decretos, etc. **Lei No 11.076 de 30 de dezembro de 2004**. Dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditório do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Capitalismo dos técnicos e democracia**. Revista Brasileira de Ciências Sociais, 20 (59), outubro 2005: 133-148.

BURANELLO, R. **O agronegócio e a necessidade de financiamento da atividade (2006)**.

CÂMARA DE CUSTÓDIA E LIQUIDAÇÃO - CETIP. **Séries históricas**. Disponível em: <<http://www.cetip.com.br>>. Acesso em: 10 jan. 2007.

CARDOSO, M. A. S. **Rating de Crédito: O Papel das Agências Especializadas**. Rio de Janeiro: Cadernos Discentes COPPEAD, n. 1, p.92-104, 2000.

CARVALHO, D. F. **O padrão de financiamento rural e a regulação da modernização da agricultura brasileira nos anos 80 (expansão, auge e declínio da política de crédito Rural no Brasil)**. Campinas UNICAMP, 1994. (Tese de Doutorado).

CENTRO DE ESTUDOS AVANÇADOS EM ECONOMIA APLICADA – CEPEA. **Indicadores de preços**. Disponível em: <<http://www.cepea.esalq.usp.br>>. Acesso em: 23 nov. 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Participantes do mercado**. Disponível em: <<http://www.cvm.org.br>>. Acesso em: 17 dez. 2005.

COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURATIZAÇÃO - CIBRASEC. **Institucional**. Disponível em: <<http://www.cibrasec.com.br>>. Acesso em: 2 mai. 2006.

COMPANHIA NACIONAL DE ABASTECIMENTO - CONAB. **Armazenagem**. Disponível em: <<http://www.conab.gov.br>>. Acesso em: 21 nov. 2006.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA AGRICULTURA PECUÁRIA DO BRASIL - CNA. **Publicações**. Disponível em: <<http://www.conab.gov.br>>. Acesso em: 20 jan. 2006.

CHAIA, A. J. **Modelos de Gestão de Risco de Crédito e a sua aplicabilidade no mercado brasileiro**. São Paulo, USP 2003. Dissertação (Mestrado em Administração – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade).

CHICK, V. *"The Evolution of the Banking System and The Theory of Saving, Investment and Interest"*. Economies et Societes, vol.20, Serie Monnaie et Production, 1986.

CHESNAIS, F. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xama Ed.,1996.

CINTRA NETO, M. F. **Agricultura: ainda um bom negócio**. Resenha BM&F, São Paulo, n. 122, p. 5-6, 1998.

COELHO, C. N. **“70 Anos de Política Agrícola no Brasil (1931-2001)”**. 2001. Revista de Política Agrícola X (Jul/Ago/Set): 3-58. 2001.

CORAZZA, G. **Economia Nacional e Capitalismo: um enfoque histórico-metodológico**. In: XXXII Encontro da Anpec, 2004, João Pessoa, 2004.

CORAZZA, G. **A inserção do Brasil na Globalização Financeira**. In: Congrès International Marx, 2004, Paris, 2004.

CYRILLO, D. C. **O papel dos supermercados no varejo de alimentos**. 1986. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo.

CUNHA, A.S. **Um seguro agrícola “eficiente”**. Brasília: UNB, Departamento de Economia, out. 2002. 62 p. (UNB. Série textos para discussão, 255).

DE SORDI, J.O.; MEDEIROS JUNIOR, G. **Abordagem sistêmica para integração entre sistemas de informação e sua importância à gestão da operação: análise do caso GVT**. Gestão e Produção (UFSCar), São Carlos, v. 13, n. 1, p. 105-116, 2006.

DELGADO, G. **Capital financeiro e agricultura no Brasil: 1965-85** Icone UNICAMP 1985 São Paulo. 240p.

DIAS, G. L. S., AMARAL, C. M. **Mudanças estruturais na agricultura brasileira: 1980-1998**. In: BAUMAN, R. (org.). Brasil - Uma Década em Transição. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

FAVERET FILHO, P. et al. **O papel do BNDES no financiamento ao investimento agropecuário**. BNDES Setorial, Rio de Janeiro, n. 12, p. 77-92, 2000.

FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO ESTADO DE SÃO PAULO - FIESP. **Securitização**. Disponível em: <<http://www.fiesp.com.br>>. Acesso em: 26 nov. 2006.



FIGUEIREDO, M. G. **Agricultura e estrutura produtiva do Estado do Mato Grosso: uma análise insumo-produto**. Piracicaba, 2003. 205p. Dissertação (Mestrado) – Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”, Universidade de São Paulo

FRONZAGLIA, T.; GONÇALVES, J. S. **Execução Extrajudicial de Títulos Fundiários no financiamento - Análise e indicadores do agronegócio** – volume 1, n.2, fevereiro de 2006.

GASQUES, J. G., VILLA VERDE, C. M. **Financiamento da Agricultura: outras alternativas**. Revista Preços Agrícolas. VAP/ESALQ/CEPEA, 2001.

GASQUES, J. G.; CONCEIÇÃO, J.C.P.R. **Financiamento da Agricultura: Experiências e Propostas**. Versão para discussão IPEA, Brasília, dezembro de 2000.

GASQUES, J. G.; VILLA VERDE, C. M.; BASTOS, E. T. **Gastos Públicos em Agricultura: Retrospectiva e Prioridades** - Brasília, outubro de 2006

GOLDENSTEIN, L. **Repensando a dependência**. Rio de Janeiro : Paz e Terra, 1994.

GONÇALVES, J.S. **Agricultura sob égide do capital financeiro: passo rumo ao aprofundamento do desenvolvimento dos agronegócios**. Informações Econômicas, São Paulo, v. 35, n. 4, p. 7-29, abr. 2005.

GONÇALVES, J.S.; MARTIN, N.B.; RESENDE, J.V.; VEGRO, C.L.R. **Novos títulos financeiros do agronegócio e novo padrão do financiamento setorial**. Informações Econômicas, São Paulo, v. 35, n. 7, p. 63-90, jul. 2005.

GONZALES, B. C. de R. **Os ambientes contratual e operacional da Cédula de Produto Rural (CPR) e interações com os Mercados Futuros e de Opções**. 1999; 169p. Dissertação (Doutorado em Ciências, Área de Concentração: Economia Aplicada) - Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz/USP, Piracicaba.

HARVEY, D. **O trabalho, o capital e o conflito de classes em torno do ambiente construído nas sociedades capitalistas avançadas**. Revista Espaço e Debates, São Paulo, n.6, p.6-35, 1982.

HELFAND, S. M. & REZENDE, G.C. **A Agricultura Brasileira nos anos 1990: o impacto das reformas de políticas**. In Transformações da agricultura e políticas públicas, Brasília: IPEA, 2001.

HICKS, J. (1998). **Uma teoria monetária do mercado**. Publicações D. Quixote, Lisboa.

HILFERDING, R. (1985). **O capital financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, Série Os Economistas.

HOFFMAN, R., O. Serrano, E. M. Neves, A.de Mendes Thame, J. Camargo Engler. 1987. **Administração da Empresa Agrícola**. São Paulo

KAGEYAMA, A. et al. **O novo padrão agrícola brasileiro: do complexo rural aos complexos agroindustriais**. In: DELGADO, G.C.; VILLA VERDE, C.M. (Org.). Agricultura e políticas públicas. Brasília: IPEA, 1990. p.113-224.

KEYNES, J. M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

KINNEAR, T. C., TAYLOR, J. R. *Marketing research: an applied approach*. Mc Graw Hill, 1979.

LAMOUNIER B. **Determinantes políticos da política agrícola**. Brasília: IPEA, 1994.

LEITE, S. P. **Padrão de financiamento, setor público e agricultura no Brasil**. In Políticas públicas e agricultura no Brasil, Porto Alegre, 2001.

LFRATING – *Rating*. Disponível em: <http://www.lfrating.com>>. Acesso em: 02 de nov. 2006.

LIMA, L. C. O. **Inovações financeiras e competitividade no agrusiness brasileiro**. 2002. Rio de Janeiro, UFRRJ/ICHS. (Teses de Doutorado).

MACHADO, R.R.B. **Novos instrumentos de financiamento do agronegócio**. In: SEMINÁRIO CAFÉ COM FINANÇAS, 2004, São Paulo. São Paulo: BM&F, 2004. Palestra.

MARQUES, P.V.; SILVA, G. S. **Os cinco novos instrumentos não tradicionais de financiamento do agronegócio brasileiro**. Série Pesquisa no. P-59. Departamento de Economia, Administração e Sociologia. Piracicaba, Esalq/USP, 2006.

MARX, K. **O Capital**. Crítica da Economia Política. Livro 1: O processo de produção do capital. 7 ed., São Paulo: Difel, 1982. (Volume I.).

MINSKY, H.P. *Stabilizing and unstable economy*. New Haven, Yale University Press, 1986.  
PAIM, A. 1960. Seguro Cooperativo da Produção. Porto Alegre: Superintendência Plano Valorização Económica da Região Fronteira Sudoeste do País, Cap. I, p.13-54.

PAIVA, S. **Metodologias Quantitativas vs. Qualitativas para Risco Operacional**. São Paulo: ABN-AMRO, 2004.

PELLEGRINO, A. 1980. **Bases para la implementación del Seguro Agrícola**. Resistencia: in. De Agricultura y Ganadería de la Prov. Del Chaco, 49 p.

PEÓN DE SÁ, J. A. 1978. **O Seguro Agrário no Brasil**. Porto Alegre: Sindicato de Seguros Privados e Capitalização no RS, 20 p.

PFITSCHER, P. C. **O valor da informação na análise de risco de crédito, com as normas do acordo da Basiléia II**. 2005. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina

PINAZZA, L. A. **Desafios à expansão do agronegócio brasileiro gargalos para maior competitividade, 2006**.

PINTO, L. C. G. **Notas sobre a política agrícola e crédito rural**. Campinas: UNICAMP/IE, 1980.

PIRES, M. C. C. **Crédito e Crescimento Econômico: Evidências para os Municípios Brasileiros**. In: Anpec-Sul, 2005, Porto Alegre. Anpec-Sul, 2005.

REDDY, Yaga Venugopal. Credit Rating : Changing Perspectives. Palestra proferida na Osmania University Arts College Seminar Hall, Hyderabad, India. 8 de abril de 2000.

REQUIÃO, R.E. **Os novos títulos de crédito derivados do “agronegócio”**. 2005.

ROSENBERG, E. & GLEIT, A. (1994). *Quantitative methods in credit management: a survey*. *Operations Research*, 42(4), 589-613.

RUDGE, L.F.; CAVALCANTE, F. **Mercado de capitais**. Belo Horizonte: CNBV, 1993.

SAYAD, J. **Crédito Rural no Brasil**. FIPE/PIONEIRA, 1984.

SCHRICKEL, Wolfgang Kurt. **Análise de crédito: concessão e gerência de empréstimos**. 3. ed. revista e atualizada. São Paulo: Atlas, 1997. 353 p.

SCHUMPETER, J. (1928). **A Instabilidade do Capitalismo**. In: Os Clássicos da Economia. Ricardo Carneiro (Org.). Publicado Originalmente em: *The Economic Journal* V. 38, no 151.

SCHUMPETER, Joseph. **A Teoria do Desenvolvimento Econômico** (1912). São Paulo: Ed. Abril, 1982.

SILVA, A. C. M. (1994) **Uma introdução à teoria macroeconômica**. São Paulo: IE/UNICAMP

SILVA, G.S. **Novos instrumentos de financiamento do agronegócio brasileiro e uma análise das alternativas de investimentos para o CDA/WA**. 2006. 243 p. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) – Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”, Universidade de São Paulo, Piracicaba, 2006.

SMITH, R. **O Banco do Nordeste e o Mercado de Capitais**. XVI Fórum Nacional Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social. Rio de Janeiro, maio de 2004.

SOLIMEO, M. Problemas da Agricultura Brasileira - **Entenda a crise da agricultura**. (04/05/2006) [www.cna.org.br/cna/publicacao/noticia.wsp?tmp.noticia=9062](http://www.cna.org.br/cna/publicacao/noticia.wsp?tmp.noticia=9062) - 56k –

SOUSA, E.L.L.; MARQUES, P.V. **Sistemas agroindustriais e tendências da comercialização de grãos no Brasil**. *Preços Agrícolas*, Piracicaba, v. 12, n. 143, p. 11-16, set. 1998.

SOUSA, E. L. L; PIMENTEL, F. I. **Study on cedula de produto rural (CPR): farm product bond in Brazil**. New York: World Bank, 2005. (Rural Finance Innovations).

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

STUCHI, L. G. **Quantificação de risco de crédito: uma aplicação do modelo creditrisk+ para financiamento de atividades rurais e agroindustriais.** Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) – Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”, Universidade de São Paulo, Piracicaba, 2003.

SWEEZY, P. **Teoria do desenvolvimento capitalista** . Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1976.

TAKAOKA, M. V. **Método para *rating* de volatilidade dos indicadores da qualidade de valores mobiliários resultantes da securitização de empreendimentos de base imobiliária.** Síntese da Dissertação apresentada Escola Politécnica da Universidade São Paulo para a obtenção de Título de Mestre em Engenharia. São Paulo, 2003.

## **APÊNDICE**

**ANEXO I**  
**INSTITUIÇÕES, DATA E LOCAL DE REALIZAÇÃO DAS ENTREVISTAS DA**  
**PESQUISA.**

INSTITUIÇÃO	LOCAL	DATA DA ENTREVISTA
Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN)	São Paulo - SP	08 de agosto 2006
Bolsa Brasileira de Mercadorias e Futuros (BM&F)	São Paulo - SP	08 de agosto 2006
Armazéns Columbia	Barueri - SP	10 de agosto de 2006
Banco Votorantim	São Paulo - SP	18 de setembro de 2006
Banco Fibra	São Paulo - SP	18 de setembro de 2006
AgroSecurity Empresa de Insumo	Vinhedo - SP	22 de setembro de 2006
Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA)	São Paulo - SP	13 de outubro de 2006
Buranello e Passos Advogados	São Paulo - SP	16 de outubro de 2006
LFRating	São Paulo - SP	18 de outubro de 2006
Cooperativa dos Cafeicultores do Cerrado Ltda (EXPOCACCER)	Patrocínio-MG	26 de outubro de 2006
Leme Armazéns Gerais	Leme - SP	07 de novembro de 2006
Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA)	São Paulo - SP	20 de novembro de 2006
Banco do Brasil	São Paulo - SP	22 de novembro de 2006
Usina açúcar e álcool	São Paulo - SP	03 de dezembro de 2006

**ANEXO II**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO, AGRICULTURA**  
**E SOCIEDADE**  
**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO.**

**ROTEIRO DE ENTREVISTAS – CONSULTA A ESPECIALISTAS ENVOLVIDOS**  
**NA IDEALIZAÇÃO E IMPLEMENTAÇÃO DOS NOVOS TÍTULOS AGRÍCOLAS.**

DATA: \_\_\_\_\_

A finalidade desse instrumento é coletar informações para a realização do estudo denominado “OS NOVOS INSTRUMENTO PARA O FINANCIAMENTO DA AGRICULTURA BRASILEIRA”, para a elaboração da dissertação do referido curso. Será assumido um compromisso com a privacidade e a confidencialidade das informações, bem como com o anonimato dos sujeitos da pesquisa.

**PARTE A - DADOS DE IDENTIFICAÇÃO**

- 1 - Nome: \_\_\_\_\_
- 2 - Instituição: \_\_\_\_\_
- 3 - Cargo: \_\_\_\_\_
- 4 - Qual sua função nessa instituição e há quanto tempo ocupa esse cargo?
- 5 - Qual o papel da sua instituição com relação aos títulos agrícolas?
- 6 - De onde veio a pressão pela criação dos títulos (organizações, associações, partidos, sindicatos, etc).

**PARTE B - PROCESSO DE CRIAÇÃO DESSES NOVOS TÍTULOS**

- 1 - Qual sua atuação na difusão e implementação desses novos títulos agrícolas?
- 2 - Achou realmente necessário a criação desses instrumentos e por quê?
- 3 - O que eles representam para o agronegócio?

**PARTE C - INSTITUCIONALIDADE E ATORES**

- 1 - Quais os principais usuários desses novos títulos (tomadores)?
- 2 - E os principais financiadores?
- 3 - E o mercado secundário no Brasil? Por que ainda é pouco explorado?
- 4 - Atualmente como é a relação do setor financeiro com o setor agropecuário?
- 5 - Como avalia a utilização de instrumentos de gestão de risco?

**PARTE D - DESEMPENHO E DIFICULDADES ENFRENTADAS**

- 1 - No geral quais os gargalos você levantaria sobre os títulos agrícolas?
- 2 - quais já foram solucionados ou estão sendo encaminhados?
- 3 - O que falta para uma melhor difusão do CDA/WA, CDCA, LCA, CRA?
- 4 - Quais as principais vantagens e desvantagens da LCA, CDCA, CRA e CDA/WA?
- 5 - Dos 5 títulos criados, qual você mais acredita e por quê?
- 6 - Como você avalia o desempenho desses títulos até o momento?

**PARTE E - CONJUTURA E DESAFIOS**

- 1 - O que explica o fraco desempenho dos títulos agrícolas?
- 2 - O que falta a política agrícola no momento? Quais os principais desafios?
- 3 - Sua avaliação sobre gastos recorrentes em renegociação de dívidas dos produtores?

- 4 - Como avalia a utilização de instrumentos de gestão de risco na agricultura?
- 5 - O risco de inadimplência pode ser considerado um fator chave para o sucesso dos títulos?
- 6 - Esses instrumentos são usados por grandes produtores, o que precisaria ser modificado para que os pequenos produtores também pudessem utilizar esses títulos para financiamento rural? Acha isso relevante?