A POPULARIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO AGRO

LUIZ CLÁUDIO CAFFAGNI*

Durante anos, repete-se que o agro de maior escala deve ser financiado pelo crédito privado, enquanto o agro de menor escala deve ser financiado por políticas públicas. Além de apresentar um quadro dos canais de financiamento utilizados pelo agro, este artigo destaca o papel alcançado pelos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro) desde a sua criação, em 2021. O crescimento desse veículo de investimento tem gerado reflexões sobre o redirecionamento das políticas públicas do agro para pequenos e médios produtores e para o fomento do seguro rural.

OS FIAGRO foram criados em 2021 e regulamentados provisoriamente pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no mesmo ano. Por ser um arranjo diferente das categorias de fundos vigentes, uma vez que as cadeias agroindustriais são muito abrangentes e diversas, a CVM optou por criar um período experimental para que o mercado e a própria CVM conhecessem as estruturas "em um ambiente de teste", mas regulado.

O mercado costuma comparar o desenvolvimento dos Fiagro ao dos Fundos de Investimentos Imobiliários (FII), devido ao público-alvo (pessoas físicas) e ao benefício tributário (isenção de imposto de renda para investidores pessoas físicas). O gráfico mostra o patrimônio líquido (PL) dos dois fundos desde o início de operação de cada um deles, em que pese o fato de essa comparação acontecer em períodos históricos muito distintos em termos de maturidade regulatória e do mercado de capitais.

Note que o volume de PL dos FII levou mais de dez anos para se igualar ao volume que os Fiagro alcançaram em três anos. Com R$ 17,1 bilhões de PL em outubro último, pode-se dizer que os Fiagro passaram no teste!

CONSULTA PÚBLICA DOS FIAGRO

Com o intuito de criar uma norma específica para os Fiagro, a CVM lançou, em 31 de outubro último, uma consulta pública[1] para manifestação do mercado até 31 de janeiro de 2024.

Certamente, o período de experiência de dois anos deu bagagem suficiente para que o mercado ofereça valiosas contribuições para a minuta do anexo normativo.

A regulamentação dos Fiagro coincide com o amadurecimento do mercado de capitais e das cadeias produtivas do agro. Estamos diante de uma indústria que se tornará muito relevante para o financiamento do agro!

A seguir, são apresentados alguns dispositivos importantes propostos pela consulta pública, salientando que as regras e inovações citadas podem ainda ser publicadas com características diferentes das que serão aqui descritas.

"A regulamentação dos Fiagro coincide com o amadurecimento do mercado de capitais e das cadeias produtivas do agro."

Fundo multimercado

Os Fiagro poderão ser equiparados aos fundos multimercado, desde que mantenham uma exposição equilibrada nos três fatores de risco passíveis de investimento (imobiliário, direitos creditórios e participações), limitando para cada um deles um terço do PL.

Caso fiquem expostos a um dos fatores de risco citados em uma proporção maior do que um terço, os Fiagro perdem a categoria de multimercado e passam a observar a regulação respectiva – por exemplo, se o fator de risco estiver maior para direitos creditórios, o gestor deve observar a norma dos FIDCs; se estiver posicionado em imobiliário, deve observar as regras dos FII etc.

Um problema apontado pelo mercado, que, certamente, será incluído pelos agentes na consulta pública, é sobre qual regra será observada caso os Fiagro tenham exposição em, por exemplo, dois fatores de risco acima de um terço. Espera-se que a CVM proponha uma solução baseada nas sugestões indicadas na consulta.

Olhando apenas pelo lado do risco, Fiagro com características de multimercado possuem uma maior diversificação de exposições, o que garante um menor risco de volatilidade no valor da cota em relação a Fiagro concentrados.

CPRs

Os Fiagro poderão comprar Cédulas de Produto Rural (CPRs) financeiras e físicas, o que traz possibilidades para o gestor receber mercadorias, inclusive trabalhar com produtos armazenados e, até mesmo, fomentar a emissão, por armazéns gerais, de Certificado

de Depósito Agropecuário/Warrant Agropecuário (CDA/WA).

No entanto, já podem ser apontados os seguintes desafios relacionados à aquisição de CPRs pelos Fiagro:

- Precificação da CPR, uma vez que não existe um mercado secundário com liquidez. Nesse caso, o gestor terá de construir um modelo de precificação consistente.
- Operacionalização do recebimento de mercadoria por um fundo de investimento, uma vez que não é uma empresa comercial.
- Dependendo da solução anterior, deve-se estudar a incidência dos tributos na operação de mercado à vista.

Mercado de carbono

Outro avanço será a possibilidade de os Fiagro adquirirem créditos de carbono nos mercados compulsório e voluntário.

No caso do mercado voluntário, será possível a aquisição de CPRs Verdes de, por exemplo, recomposição de matas nativas por produtores rurais. Do outro lado, esses Fiagro poderão atrair investidores (inclusive internacionais) que buscam compensar suas emissões por meio da aquisição de cotas dos Fundos.

Nesse caso, o regulador imputou ao gestor a responsabilidade de garantir a existência e a integridade do crédito de carbono, o que traz complexidade para a correta certificação dos projetos de geração de créditos.

Um dos desafios será a aquisição dos créditos, pois só poderá ser efetuada por meio de um mercado de bolsa ou balcão organizado, sendo que, atualmente, somente o crédito de descarbonização (CBio) cumpre esse requisito.

Por fim, cotas de Fiagro de créditos de carbono oriundos do mercado voluntário só poderão ser compradas por investidores qualificados (aqueles que possuem investimentos financeiros em valor superior a R$ 1 milhão ou certificações técnicas aprovadas pela CVM).

DE ONDE VIEMOS, ONDE ESTAMOS E PARA ONDE VAMOS

Nos últimos 35 anos, foram criados títulos e veículos de crédito para cada situação e cada um dos integrantes das cadeias do agro.

Nesse período, o mercado de capitais veio se desenvolvendo paulatinamente, tendo, nos últimos cinco anos, o crédito para o agro oriundo desse mercado apresentado um crescimento exponencial.

Ultimamente, observa-se um grande interesse do mercado de capitais em entender o agro, bem como do agro em entender o mercado de capitais.

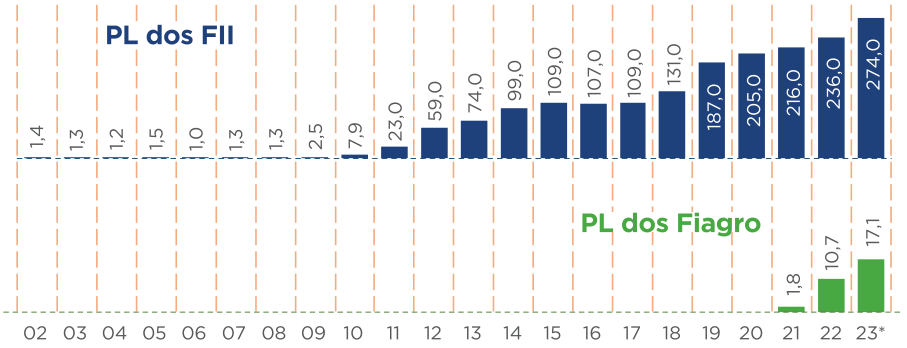
Nessa mesma onda, vimos o desenvolvimento de todo um rol de serviços especializados em estruturas de crédito agro, tais como escritórios de advocacia, consultorias, agentes de monitoramento e de auditoria, contadores, analistas de crédito, entre outros.

Foram aprimorados, também, contratos de compra e venda e de cessão de crédito, instrumentos de garantia, metodologias de monitoramento, inclusive espacial etc.

Além disso, o Legislativo também contribuiu, com votação das novas leis. Não se deu de forma diferente a situação dos reguladores: a CVM e o Banco Central do Brasil (BCB) editando Resoluções e trazendo para o jogo infraestruturas de mercado, gestores, administradores, custodiantes e escrituradores.

PATRIMÔNIOS LÍQUIDOS DOS MERCADOS DE FII E FIAGRO (R$ BILHÕES)

Os FII levaram mais de dez anos para igualar o seu volume àquele que os Fiagro alcançaram em três anos.



Nota: PL do último dia de dezembro de cada ano
*Até outubro
Fonte: Anbima; elaboração pelo autor

FIAGRO FORA DA PRIMEIRA REGULAMENTAÇÃO DOS FUNDOS

Em dezembro de 2022, a CVM entregou para o mercado a Resolução nº 175[2], que modernizou e consolidou o arcabouço regulatório dos fundos de investimento.

Trata-se de uma regra geral seguida de anexos normativos com dispositivos específicos para cada categoria de fundos – Fundos de Investimentos Financeiros (FIF), Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), FII, entre outros. Naquele momento, optou-se por incluir o anexo normativo dos Fiagro em uma data futura.

O ambiente está propício e tem tudo para entrar num círculo virtuoso, mas ainda faltam dois componentes fundamentais:

- a governança do produtor rural, de cooperativas e de empresas do agro (*vide* artigo de minha autoria na última edição de novembro); e
- a queda na taxa de juros da economia (Selic). ■

Tem sido notável o interesse do mercado de capitais de entender o setor do agro, e vice-versa. Nessa mesma onda, são notáveis o desenvolvimento de vários serviços especializados e, até mesmo, a contribuição do Legislativo. Tudo está propício, faltando apenas algumas questões serem resolvidas para que se possa entrar num círculo virtuoso.

1Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2023/sdm0323_Edital_Consulta_Publica_SDM_0323.pdf

2Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol175consolid.pdf

*Consultor em derivativos e crédito no agronegócio, sócio da Archer Education, membro de Conselhos de Administração de empresas e professor de Pós-Graduação Lato Sensu da Fundação Getulio Vargas (FGV) – luiz@archereducation.com.br

COMO SE ORGANIZA O FINANCIAMENTO DO AGRO

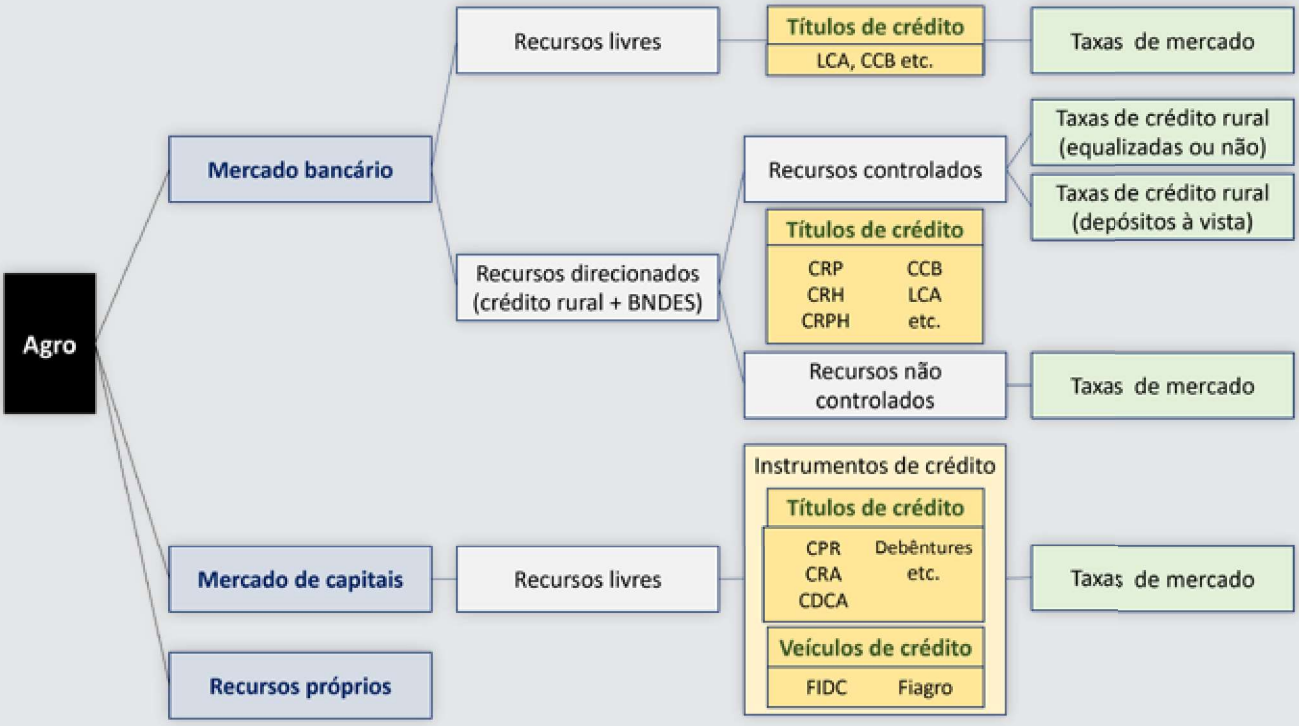
O agro financia-se por meio do mercado bancário, do mercado de capitais e de recursos próprios.

O meio mais usual de obtenção de recursos é o sistema bancário, que se divide em recursos direcionados (oriundos de políticas públicas) e recursos livres, sendo que o primeiro tipo, por sua vez, se divide em recursos controlados e não controlados.

Além disso, os recursos direcionados controlados podem originar-se de recursos com taxas de juros equalizadas ou não equalizadas (ambas subsidiadas) e de recursos oriundos de depósito à vista (taxas sem subsídios governamentais), enquanto os recursos não controlados representam fontes que utilizam juros de mercado.

CANAIS DE FINANCIAMENTO DO AGRO

Cada um dos canais de crédito possui características próprias de direcionamento e controle, instrumentos e taxas.



LCA: Letra de Crédito do Agronegócio; CCB: Cédula de Crédito Bancário; BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; CRP: Cédula Rural Pignoratícia; CRH: Cédula Rural Hipotecária; CRPH: Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária; CRA: Certificado de Recebíveis do Agronegócio; CDCA: Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio
Fonte: elaboração pelo autor

A política pública de financiamento rural conhecida como "crédito rural", anunciada anualmente em junho (no Plano Agrícola e Pecuário – PAP) para utilização dos recursos entre julho e junho (do ano seguinte), estabelece diversos programas com recursos direcionados a taxas de juros controladas ou de mercado, divididos entre:

- **custeio** (vencimento curto, geralmente após a colheita);
- **comercialização** (vencimento curto, geralmente por ocasião da comercialização);
- **investimento** (vencimento longo, geralmente com prazo de carência e parcelas anuais, dependendo da natureza do empréstimo); e
- **industrialização** (vencimento curto, conforme a comercialização dos produtos industrializados, geralmente de um ano).

Por sua vez, o crédito obtido por meio do **mercado de capitais** pode ter origem em estruturas de:

- Securitização (CRA), operação por meio da qual se reúne uma variedade de ativos, também chamados de recebíveis ou direitos creditórios, sobre os quais se emitem títulos financeiros negociáveis. Os recebíveis representam o lastro (ou uma das garantias) dessa operação.
- Dívidas corporativas (debêntures).
- Participações em empresas do agro (Fundos de Investimento em Participações – FIP), entre outras.

No mercado de capitais, os recursos captados dos investidores podem ou não ser "carimbados" para um determinado tipo de uso. O prazo varia conforme o objetivo do financiamento, mas, geralmente, os prazos são mais dilatados, em torno de quatro anos.

Os recursos chegam até os tomadores por uma estrutura regulada de prestadores de serviços, por meio da distribuição (para investidores) de títulos de crédito, como debêntures, CRAs, CDCAs etc.

Ainda no mercado de capitais, os fundos de investimento organizam-se como uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de um condomínio de investidores, que, conjuntamente, investem seus recursos de acordo com as respectivas teses de investimento, detalhadas no regulamento do fundo. Nesse contexto, os gestores dos fundos de investimento têm, também, a liberdade para investir os recursos de seus cotistas em diversos ativos, como títulos públicos, títulos bancários e títulos do mercado de capitais.

A aquisição desses ativos pelos fundos de investimento é uma atividade complementar, alinhada à sua função principal de trazer rentabilidade aos investidores que não querem se aprofundar em investimentos individuais. Fica mais fácil para o investidor.

A HISTÓRIA RECENTE DO CRÉDITO PRIVADO

O que estamos presenciando teve início no final da década de 1980, com a crise inflacionária brasileira, aliada à escassez de recursos de crédito rural.

Aquela situação estimulou a criação das estruturas de soja verde e de troca de insumos por mercadorias lideradas pelas *tradings*, que, por um lado, dispunham de recursos internacionais que eram fruto de Adiantamentos sobre os Contratos de Câmbio (ACC) e, por outro lado, recebiam soja, tornando as dívidas dos produtores previsíveis.

Com essa experiência bem-sucedida, em 1994 (quase dois meses após a entrada em circulação do real), foi criada a CPR, conduzida com perseverança por diversos profissionais, entre eles Roberto Ricardo Machado Barbosa, ex-funcionário do Banco do Brasil (BB).

Em 2004, a Secretaria de Política Agrícola do Ministério da Agricultura e Pecuária (SPA/MAPA), comandada por Ivan Wedekin, sob a liderança do ministro Roberto Rodrigues, criou os demais títulos de crédito do agro (LCA, CDCA, CRA e CDA/WA), fechando o rol dos instrumentos de crédito essenciais do mercado de capitais.

Mais recentemente, em 2021, chegou a peça que faltava na popularização do crédito para o agro. Esse marco foi conduzido pelo deputado Arnaldo Jardim (Cidadania/SP), que encampou a ideia e criou os Fiagro, um veículo de investimento dedicado ao agro, com prestadores de serviços profissionais na gestão e na administração dos recursos de investidores.

Além dos citados nominalmente, muitos outros visionários participaram e ainda ajudam o desenvolvimento de instrumentos de crédito para o agro.

Com o crescimento dos Fiagro, que deverão canalizar crédito para produtores mais estruturados, cabe a reflexão sobre o redirecionamento das políticas públicas do agro para pequenos e médios produtores e para o fomento do seguro rural.