

Evolução da Securitização de Recebíveis do Agronegócio no Período de 2011 a 2016

The Evolution of Securitization of Receivables In Agribusiness in the Period of 2011 to 2016

Emerson Romualdo Fernandes

Especialista em Controladoria – FECAP

E-mail: emerson.fernandes@grupogaia.com.br

Juliana de Santana Reis

Especialista em Controladoria - FECAP

E-mail: jsantanareis@gmail.com

Jessica Barros Anastácio

Mestre em Ciências Contábeis - FECAP

E-mail: jessica_anastacio@hotmail.com

Recebido: 07/10/2016 – Aprovado: 25/05/2017. Publicado em 10/06/2017

Processo de Avaliação: Double Blind Review

RESUMO

Nos últimos anos, a evolução no volume de operações de securitização de recebíveis do agronegócio tornaram-se expressivos no mercado de capitais. Dada a importância do agronegócio no desenvolvimento da economia do Brasil, o objetivo geral desta pesquisa é analisar a evolução da securitização de recebíveis do agronegócio entre 2011 e 2016, fonte alternativa de captação de recursos. Os objetivos específicos são: descrever a estrutura de operação de securitização; expor o ponto de vista de especialistas sobre a securitização. A pesquisa tem caráter exploratório que utilizou como método a análise de dados secundários e entrevistas estruturadas com especialistas do mercado de capitais. Os resultados apontam grande evolução da securitização de recebíveis do agronegócio, por meio indicadores como o crescimento de 500% de securitizadoras entre 2011 e 2016. As ofertas públicas, entre 2011 e 2013 atingiram R\$ 1 (um) bilhão de reais e somente em 2016, atingiram R\$ 9,5 (nove bilhões e quinhentos milhões) de reais. Conclui-se que o setor evoluiu principalmente nos últimos 3 (três) anos e ainda está em fase de expansão, e nos próximos anos estará em fase de consolidação, como a principal fonte de captação de recursos dos agentes que participam do agronegócio. Esta pesquisa justifica-se pela necessidade de apresentação da securitização como fonte alternativa de captação de recursos e contribui para o conhecimento da securitização por originadores e investidores.

Palavras-chave: Securitização de Recebíveis; Agronegócio; Financiamento.

ABSTRACT

In recent years, the volume of operations of securitization of agribusiness receivables has become significant in the capital market. Given the importance of agribusiness in the development of the Brazilian economy, the general objective of this research is to analyze the evolution of the securitization of agribusiness receivables between 2011 and 2016, an alternative source of fundraising. The specific objectives are: to describe the structure of the securitization operation; expose the point of view of experts on securitization. The research has exploratory character that used as method the analysis of secondary data and interviews structured with specialists of the capital market. The results point to a great evolution in the securitization of agribusiness receivables, through indicators such as the 500% growth of securitizations between 2011 and 2016. The public offers between 2011 and 2013 reached R\$ 1 (one) billion and only in 2016, reached R\$ 9.5 (nine billion and five hundred million) reais. It is concluded that the sector has evolved mainly in the last 3 (three) years and is still in the expansion phase, and in the next few years will be in the consolidation phase, as the main source of fundraising for agents that participate in agribusiness. This research is justified by the need to present securitization as an alternative source of fundraising and contributes to the knowledge of securitization by originators and investors.

Keywords: Securitization of Receivables; Agribusiness; Financing.

1 INTRODUÇÃO

A atividade rural ainda é uma das grandes responsáveis pela representatividade e crescimento econômico nacional. Gera renda e empregos no Brasil que é um dos maiores produtores e exportadores do mundo. No ano de 2016, representou 22,54% do Produto Interno Bruto (PIB). (ZANELLA; LAGO, 2016).

Segundo Silva e Lapo (2012), o principal financiador do agronegócio, desde a era do café até a década de 90, foi o governo brasileiro e desde o início, o crédito e incentivos ao agronegócio no Brasil, tem o Estado como principal responsável por fomentar este mercado. Neste sentido, o governo enxergou a necessidade de criar alternativas de oferta de crédito e em 22 agosto de 1994, por meio da publicação da lei 8.929, foi criado o primeiro título privado do agronegócio, a Cédula de Produto Rural (CPR).

Posteriormente, as leis sancionadas para a diversificação das fontes alternativas de financiamento foram: Lei 10.200/2001 que criou a Cédula de Produto Rural Financeira - CPR FINANCEIRA, lei 11.076/2004 que deu vida aos demais títulos como o Certificado de Depósito do Agronegócio (CDA), Warrant Agropecuário (WA), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e em 2004 foi sancionada a lei 11.033 que isenta os investidores pessoa física da incidência de imposto de renda (IR).

Observa-se que, a partir da década de 90, o governo atuou fortemente para aumentar as fontes de financiamento privado que alcançam produtores rurais, fornecedores de insumos, armazéns e distribuidores de produtos agrícolas. A partir da criação dos títulos privados para financiamento das atividades do campo, os participantes do mercado ganharam alternativas para buscar crédito e reduzir custos financeiros, desta forma, melhorando a competitividade do mercado.

Em julho de 2010, aconteceu o 48º congresso Sociedade Brasileira de Economia Administração e Sociologia Rural (SOBER), onde foi apresentada a evolução das fontes privadas de financiamento para os participantes do mercado agrícola e agropecuário, destacando a securitização de recebíveis do agronegócio como fonte de captação de recursos para financiamento das atividades do campo.

Lima (2010), concluiu que a partir da redução do financiamento público, o setor privado passa a ser visto como potencial financiador das atividades do agronegócio, o autor

explica que a securitização de recebíveis é um instrumento capaz de melhorar o desempenho do mercado financeiro, mercado de capitais e reduzir problemas de informação.

Luxo (2010), define securitização de recebíveis como uma operação financeira realizada de forma estruturada que tem como objetivo emitir títulos mobiliários lastreados em ativos, ou seja, um direito creditório que é separado dos ativos da companhia originadora dos créditos e da emissora dos títulos mobiliários, com objetivo de eliminar ou reduzir o risco de crédito.

Levando em consideração a representatividade do agronegócio no Brasil e no mundo, esta pesquisa tem como objetivo geral analisar a evolução e comportamento da securitização de recebíveis do agronegócio entre 2011 e 2016, fonte alternativa de captação de recursos. Os objetivos específicos são: descrever a estrutura de operação de securitização de recebíveis; expor o ponto de vista de especialistas quanto à evolução da securitização.

No Brasil e no mundo, o agronegócio é um componente relevante do sistema econômico, pois as bases dos produtos gerados são utilizadas para a sobrevivência da sociedade, ou seja, os alimentos. Desta forma, dada a relevância deste assunto justifica-se a necessidade de apreciação e apresentação da securitização de recebíveis do agronegócio como fonte alternativa de financiamento privado para os participantes do mercado e para possíveis investidores.

A pesquisa contribui para o conhecimento da securitização de recebíveis do agronegócio para os originadores de créditos a investidores que buscam investimentos com riscos mitigados e que tenham remunerações acima da taxa de remuneração dos investimentos convencionais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 AGRONEGÓCIO

Segundo Buranello (2004), o agronegócio pode ser definido como conjunto de atividades necessárias para obtenção do produto, portanto parte da fabricação de insumos utilizados na preparação de lavouras e agropecuários se estendendo ao processamento e distribuição dos produtos. Soares e Jacometti (2015), comentam que fornecedores de insumos, agropecuária, agroindústria e a logística, distribuição e armazenagem são os principais elos que compõe a cadeia do agronegócio.

De acordo com Oliveira (2007), o setor agrícola é um dos principais pilares da economia brasileira, possuindo importância fundamental no crescimento do país e o financiamento da agricultura é um tema importante nas discussões sobre política agrícola. Segundo dados do Cepea (2016), entre 2000 e 2016, o resultado do agronegócio brasileiro (receitas das exportações menos gastos com importações em dólares), obteve um crescimento de 526%.

Nos últimos 40 (quarenta) anos, as políticas relacionadas a crédito rural oscilaram constantemente em decorrência das crises econômicas e pela política de controle e redução da inflação, que teve como consequência a saída do Tesouro Nacional da posição de principal financiador agrícola e agropecuário. (LIMA, 2010).

Morch et al. (2011) definem que a política de crédito rural pode ser dividida em 3 (três) épocas: [1965-1980] – neste período a política intervencionista estatal que teve como consequência o crescimento de 415% no volume de crédito rural e aplicação de taxa de juros negativa; [1981-1998] – marcado pela auto-regulamentação do mercado de crédito, redução da participação do governo e aumento na taxa de juros; e [1999-2008] – caracterizado por maior rigidez dos agentes financeiros na concessão de crédito e pelo surgimento das cooperativas de crédito como fonte alternativa de financiamento.

Diante deste cenário desafiador para o mercado de crédito rural, o governo brasileiro passou a atuar fortemente no desenvolvimento de fontes alternativas de crédito para financiamento do agronegócio, e em 1994, por meio da lei 8.929 criou o primeiro título privado, a cédula de produto rural (CPR), que tem por objetivo realizar o financiamento da produção através de uma venda antecipada. (OLIVEIRA, 2007)

Em 14 de fevereiro de 2001, por meio de lei 10.200, foi criada a cédula de produto rural financeira (CPR-FINANCEIRA) que, de acordo com Oliveira (2007), tem a mesma característica que a cédula de produto rural (CPR), porém diferencia-se por não ter venda antecipada de produtos e sim o pagamento em dinheiro pelo produtor na data de vencimento do título.

Segundo Buranello (2004), com a edição da lei 11.076 sancionada em 30 de dezembro de 2004, novos títulos foram criados com o objetivo de maximizar a captação de recursos privados para o financiamento do agronegócio, como:

Certificado de depósito agropecuário (CDA) que segundo Oliveira (2007) é um título de crédito emitidos por armazenadores que representam promessa de entrega de produtos do

agronegócio depositados no armazém, e o Warrant Agropecuário (WA) como título de crédito que dá direito ao penhor agrícola dos produtos descritos no CDA. (OLIVEIRA, 2007)

Certificado de direitos creditórios do agronegócio (CDCA) são títulos de créditos que podem ser emitidos apenas por cooperativas de produtores rurais e pessoas jurídicas que comercializam, beneficiam e industrializam produtos, insumos ou máquinas utilizadas no agronegócio. (BURANELLO, 2004).

Letra de crédito do agronegócio (LCA) e certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) que, de acordo com Lima (2010), são títulos de créditos com emissão exclusiva de instituições financeiras no caso da LCA e por Securitizadoras no caso do CRA com livre negociação, execução extra-judicial e representam promessa de pagamento em dinheiro.

Adicionalmente ao pacote de incentivos do governo brasileiro ao fomento do mercado de crédito privado do agronegócio, em 21 de dezembro de 2004 foi sancionada a lei 11.033 que isenta os investidores pessoa física da incidência de imposto de renda (IR).

Lima (2010) cita que somente em 2008 os aspectos regulatórios da securitização de recebíveis do agronegócio mediante comunicado da comissão de valores mobiliários (CVM) passou a ter tratamento semelhante ao tratamento da securitização de recebíveis imobiliários.

2.2 SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

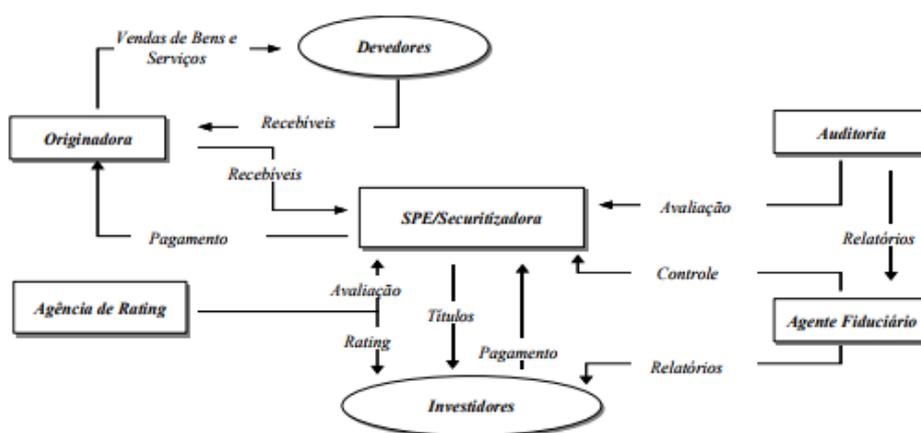
Securitização é uma forma de transformar recebíveis de baixa ou nenhuma liquidez em títulos e valores mobiliários que possam ser negociados no mercado de capitais. Bezerra e Silva (2008), definem que a seleção de ativos elegíveis para transferência, por meio de cessão, é originada por uma empresa que será oferecida a securitizadora que possui esta finalidade específica de aquisição de recebíveis e emissão de títulos e valores mobiliários. Concomitantemente à aquisição desses títulos, a securitizadora realizará uma emissão de certificados de recebíveis para oferta deste papel no mercado de capitais e, após a venda, repassará o valor para a empresa que originou os recebíveis, aplicando as taxas de descontos previamente negociadas.

De acordo com Catão et al. (2009), a securitização é uma fonte alternativa de financiamento e de investimento, onde há empresas com necessidade de captação de recursos para a manutenção de suas atividades, e investidores com disponibilidade de recursos e com apetite para aplicar capital em ativos que tenham melhor rentabilidade do que as opções de

investimentos tradicionais. Desta forma, o papel da securitizadora é promover a interação entre as empresas e o mercado de capitais.

Portanto, para que seja possível realizar uma securitização, o mercado necessita de no mínimo três participantes: o originador, responsável pela cessão dos recebíveis, a securitizadora que adquire os recebíveis e os investidores. Bezerra e Silva (2008, p.93), demonstram na Figura 1 os principais envolvidos na operação de securitização com suas principais formas de relacionamento.

FIGURA 1 – Anatomia de uma Operação de Securitização.



Fonte: Bezerra e Silva (2008, p.93).

A figura 1 demonstra que os originadores são os responsáveis pela relação de comercialização de bens e serviços com os devedores, desta forma geram recebíveis que serão submetidos a securitizadora para avaliação dos devedores e dos créditos originados. A securitizadora seleciona os melhores créditos e os submete a análise de uma agência de *rating*, que é o órgão responsável por analisar e classificar os recebíveis e, após ter a nota atribuída, é realizada a emissão de certificados de recebíveis do agronegócio e oferecidas aos investidores, ou seja, a securitização propriamente dita.

Ao comercializar os títulos, os recursos captados são destinados ao originador que cederá os recebíveis a uma taxa de desconto previamente acordada, assim como a cessão do fluxo de pagamentos a serem realizados pelos devedores. A securitizadora é submetida a auditoria para avaliação de conformidade e os relatórios serão disponibilizados para o

mercado e ao agente fiduciário que é o agente responsável por representar os interesses dos investidores.

Conforme Alcaire (2013), a securitização de recebíveis é uma forma de captação de recursos com menor custo, trata-se de uma operação para mobilizar riquezas, pulverizar riscos, excluir intermediação bancária e reduzir carga tributária.

Pinheiro (2008), destaca vantagens para todos os participantes da operação, conforme quadro 1:

QUADRO 1 – Vantagens da Securitização de Recebíveis por Segmento.

Originador dos ativos	Investidor
As instituições financeiras estão sujeitas às normas prudenciais do órgão regulamentador, exige suficiência patrimonial para fazer frente ao risco embutido em seus ativos. A securitização permite ao banco retirar crédito de seu balanço, cedendo-os a uma companhia securitizadora. Dessa forma, a securitização permite que instituições de porte reduzido possam originar grandes volumes de operação.	Oferecimento de taxas atraentes para o investidor por representar uma forma de não intermediação financeira
Redução da necessidade de contratação de dívida, visto que uma parte dos ativos é cedida e não se fazem necessários recursos para financiá-la.	
Transferência de riscos - ao ceder os recebíveis, o originador transfere ao investidor os riscos intrínsecos nos mesmos.	Representa uma oportunidade de investimento em novas modalidades, há a possibilidade de diversificar os investimentos em renda fixa entre diferentes segmentos econômicos, acessando, inclusive, ramos que anteriormente eram fechados ao investidor, como hipotecas, financiamentos de veículos, cartão de crédito e etc.
A securitização proporciona a redução de endividamento, contribuindo para a melhor avaliação do mercado de capitais	
Os custos da securitização são normalmente inferiores aos custos de tomar empréstimo junto a um banco comercial	
Permissão à companhia originadora de redução de passivos juntos aos bancos, mantendo disponíveis seus limites de crédito, podendo efetuar investimento em atividade produtiva	

Fonte: Adaptado de Pinheiro (2008)

O quadro 1 demonstra as vantagens para todos os envolvidos no processo de securitização de recebíveis:

Originador dos ativos: Permissão aos bancos de cessão de crédito às companhias securitizadoras, permitindo que instituições possam originar grandes volumes de operação, redução de necessidade de contratação de dívida e redução de endividamento, transferência de

riscos, custos inferiores aos custos de um empréstimo junto a um banco comercial e disponibilidade dos limites de crédito.

Investidor: Oferecimento de taxas atrativas e oportunidade de investimento em novas modalidades, podendo diversificar os investimentos entre diferentes segmentos econômicos.

Risso (2007), ainda destaca uma vantagem que não foi mencionada por Pinheiro (2008), a isenção do Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF) para o tomador do crédito e a isenção do Imposto de Renda (IR) para investidores pessoa física.

Segundo Buranello (2004), os títulos de dívida podem ser emitidos por produtores, comerciantes e armazenadores, instituições financeiras e companhias securitizadoras. No quadro 2 está demonstrada a relação entre segmentos, títulos de crédito e emissores autorizados.

QUADRO 2 – Relação de Títulos por Segmento.

Segmento	Títulos Privados	Emissores
Produção	CPR	Produtores rurais e cooperativas
Comercialização e Armazenagem	CDA/WA e CDCA	Cooperativas, agroindústrias, empresas de insumos e máquinas agrícolas.
Financiamento	LCA	Instituições financeiras
	CRA	Companhias securitizadoras

Fonte: Os autores

O quadro 2 demonstra quais segmentos podem emitir títulos privados com objetivo de financiar as suas atividades. Os produtores e cooperativas podem emitir a cédula de produto rural (CPR), os armazéns podem emitir certificados de depósito agrícola (CDA) e warrants agropecuários (WA), cooperativas, agroindústrias e empresas de insumos e máquinas agrícolas podem emitir certificados de direitos creditórios do agronegócio (CDCA), instituições financeiras estão autorizadas a emitir letras de créditos do agronegócio (LCA) e companhias securitizadoras, os certificados de recebíveis do agronegócio (CRA). (BURANELLO, 2004)

Desta forma a produção, comercialização, armazenagem e financiamento podem utilizar estes títulos como fonte alternativa de captação de recursos respeitando o tipo de título a ser emitido por cada participante da cadeia.

Para a emissão dos certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) as companhias securitizadoras devem obedecer à lei 6.404/76 de sociedade por ações e a instrução 414 emitida pela comissão de valores mobiliários (ICVM 414) em 31 de dezembro de 2004.

Em relação a oferta pública, há duas modalidades para a venda dos títulos, a primeira é a instrução número 476 (ICVM 476) publicada em 16 de janeiro de 2009 pela comissão de valores mobiliários (CVM) que dispõe sobre as ofertas públicas com esforços restritos e sobre a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados e deverá ser ofertada a 75 (setenta e cinco) investidores profissionais e somente 50 (cinquenta) poderão adquirir os certificados de recebíveis do agronegócio. A segunda é a instrução número 400 (ICVM 400) que rege as regras para distribuição pública no mercado primário e secundário, onde não há limite de investidores e qualquer tipo de investidor pode investir, porém as regras são mais rigorosas. (BOLOGNINI, 2016).

Deve-se mencionar que o uso indiscriminado da securitização é passível de críticas por prejudicar as partes envolvidas na operação. Damasceno e Pontes (2016), constataram que a securitização dos créditos decorrentes de financiamento, nos EUA, agravou a crise financeira de 2007, pois os investidores não tinham conhecimento da real qualidade dos créditos que lastreavam as operações.

Ainda como desvantagens da securitização, pode-se citar: operação complexa; alto custo para a primeira emissão; os investidores transferem para si o risco do investimento; redução dos padrões de empréstimo por parte dos bancos.

2.3 ESTUDOS CORRELATOS

Bezerra e Silva (2008), com o propósito de descrever as estruturas de operações baseadas em securitização de recebíveis utilizadas governo para captação de recursos para financiamento de projetos de saneamento básico, realizaram uma pesquisa exploratória analisando o volume total de investimentos no Brasil por região em água e esgoto tendo como método o detalhamento dos elementos que envolvem a transação de securitização e como esta operação pode ser utilizada para cobrir parte da demanda por recursos. O estudo concluiu que as demandas por investimento em saneamento básico são visíveis e há dificuldades para encontrar fontes de financiamento para suprir as demandas, desta forma a securitização surge como fonte alternativa para captação de recursos para financiamento na área de saneamento básico.

Lima (2010), com o objetivo de analisar a evolução das operações de financiamento rural lastreadas em recebíveis, destacando a securitização como fonte de captação de recursos, através de pesquisas exploratórias e documentais analisou os riscos de cada título de crédito e

o volume de títulos emitidos para financiamento do agronegócio e participação em relação aos outros títulos emitidos no mercado de capitais.

A pesquisa concluiu que é necessário integrar mais as operações do agronegócio com o restante do mercado, tornando-as competitivas na captação de recursos, o que somente ocorrerá com o crescimento da segurança nas operações, ainda questionada pelos diferentes agentes econômicos envolvidos. Alguns dados do estudo de Lima (2010) são trazidos para o presente estudo como contribuição para atualizar e completar as informações sobre o tema.

Soares e Jacometti (2015), com o objetivo de analisar quais estratégias de negócio agregaram valor ao agronegócio no Brasil a partir de 2000, considerando variáveis macroeconômicas, fizeram uma análise exploratória, que teve como método a descrição de casos baseada na análise de dados secundários, fundamentada em referencial teórico sobre estratégias competitivas do modelo porteriano e análise do ambiente de negócios via modelo SWOT.

Os resultados apontaram que todas as atividades vinculadas ao agronegócio necessitam de estratégias para lidar com a variabilidade de preços, que é um componente de risco do mercado, tanto para produtores quanto para consumidores. Embora não se possa controlar uma alta ou baixa variabilidade de preços, é preciso conhecer os instrumentos presentes no mercado para administração de risco, realização de investimentos e melhor aproveitamento dos recursos existentes.

O estudo concluiu que o agronegócio é um segmento promissor no Brasil sustentando produção agrícola recorde e surge como principal alicerce da economia proporcionando empregos e traz resultados positivos para a balança comercial do país. Apesar de alguns segmentos apresentar dificuldades em alguns períodos da economia, o setor no geral tem alto potencial de crescimento.

Feraboli e Moraes (2016), com o intuito de analisar os principais fatores que levaram os bancos brasileiros a utilizarem instrumentos de securitização no período de 2005 a 2012 e avaliar ainda, se o cenário da crise financeira global de 2007 a 2008 modificou o padrão da securitização no mercado brasileiro, separaram a amostra composta por todos os bancos comerciais, múltiplos e cooperativos e Caixa Econômica em funcionamento em dezembro 2012, que apresentaram informações disponíveis para todas as variáveis e análise em cada ano de estudo.

Os resultados da pesquisa identificaram que das 643 observações, 468 são de bancos que não tiveram nenhuma operação de securitização no período, e 175 são relativas a bancos

que realizaram pelo menos uma securitização no período. O estudo concluiu que a hipótese liquidez e capital regulatório são fatores importantes que levaram os bancos brasileiros a utilizarem a securitização. Não foi possível confirmar a hipótese de que risco e *performance* seriam fatores determinantes da securitização no Brasil.

Zanella e Lago (2016), com o objetivo de analisar a produção científica brasileira da sustentabilidade no agronegócio com pesquisa de estudos do período de 2005 e 2015, selecionaram 47 trabalhos distribuídos em 27 periódicos. Os resultados apontaram que a sustentabilidade do agronegócio cresceu nas discussões científicas, mas concluíram que, apesar do avanço, existem inúmeras lacunas a serem debatidas, pois a insustentabilidade ainda está muito presente no agronegócio nacional, bem como constatou-se a necessidade da adoção de políticas e ações que de fato possibilitem o desenvolvimento sustentável do agronegócio nacional.

3 METODOLOGIA

Quanto aos objetivos, essa pesquisa é de natureza exploratória, uma vez que, pesquisas exploratórias buscam aproximar o pesquisador do problema proposto de que foi pouco explorado. Segundo Gil (2002, p. 27), “este tipo de pesquisa é realizado especialmente quando o tema escolhido é pouco explorado e torna-se difícil sobre ele formular hipóteses precisas e operacionalizáveis”.

Quanto aos procedimentos, foi desenvolvida uma triangulação entre a literatura existente, mais especificamente, uma atualização do estudo de Lima (2010) que analisou a evolução na securitização de recebíveis no período entre 2004 e 2010, coleta de dados e análise documental em duas principais fontes de informações, a primeira no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a segunda fonte foram os estudos realizados pela UQBAR de Finanças Estruturadas (FE) e entrevistas estruturadas com especialistas ligados ao mercado de capitais.

Segundo Gil (2002) análise documental é semelhante a pesquisa bibliográfica, porém se diferencia por utilizar matérias brutas, ou seja, que não foram tratados de forma analítica e que podem ser reelaborados conforme a finalidade da pesquisa. Gil (2002), ainda afirma que a pesquisa documental tem como objetivo a obtenção de dados que respondam determinados questionamentos específicos.

Além disso, para atingir os objetivos estabelecidos no trabalho, foram realizadas entrevistas com pessoas ligadas às securitizadoras, advogados especializados no mercado de capitais, auditores independentes, consultores especializados e originadores de crédito, a fim de comportar toda a anatomia de uma operação de securitização.

Conforme Gonçalves (2014), a entrevista tem o objetivo de averiguar fatos ou fenômenos, identificar condutas através de opiniões e descobrir fatores influenciadores de opiniões, sentimentos e condutas. Utilizou-se a entrevista padronizada ou estruturada que segundo Gerhardt e Silveira (2009) é uma técnica de interação social onde o entrevistador possui roteiro estabelecido e perguntas predeterminadas.

A escolha dos entrevistados ocorreu através de procura por profissionais dessas áreas específicas, cujo os autores tinham maior acesso e aceitaram colaborar com a pesquisa. No quadro 3 pode-se observar a função de cada entrevistado e há quanto tempo ele está no cargo.

QUADRO 3 – Perfil dos Entrevistados

	Função	Tempo de experiência
Entrevistado 1	Advogado	2 (dois) anos
Entrevistado 2	Advogada	2 (dois) anos
Entrevistado 3	Head de Operações Estruturadas	8 (oito) anos
Entrevistado 4	Auditor Independente	1 (um) ano
Entrevistado 5	Diretor de Operações Estruturadas	17 (dezesete) anos

Fonte: Dados da pesquisa

Antes da realização das entrevistas foi realizado um pré-teste com um (a) advogado (a) especialista no mercado de capitais com o objetivo verificar possíveis falhas e aprimorar as questões elaboradas para entrevista. O entrevistado (a) respondeu às perguntas e sugeriu que fosse inserido a seguinte pergunta ao roteiro: Como o risco de crédito e de *performance* pode afetar uma operação?

O tratamento de dados foi qualitativo, caracterizando-se pela utilização de instrumentos não estatísticos, e com base em um processo de análise de fenômenos e percepções que não podem ser determinados por técnicas quantitativas e tem o intuito de propiciar uma visão bem aproximada do conhecimento do próprio sujeito analisado. (LARROSA, 1994; MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

Segundo Gil (2002), o caminho qualitativo é definido de forma simples e não necessita de tantas formalidades e se define em 4 (quatro) passos como: a redução de dados, tratamento categórico, interpretação e relatório de redação.

Desta forma a análise dos dados ocorreu principalmente com a comparação do volume de emissão de certificados de recebíveis do agronegócio, ao número de companhias securitizadoras de recebíveis do agronegócio registradas na comissão de valores mobiliários (CVM) no período entre 2011 e 2016 e aos principais investidores dos certificados de recebíveis do agronegócio.

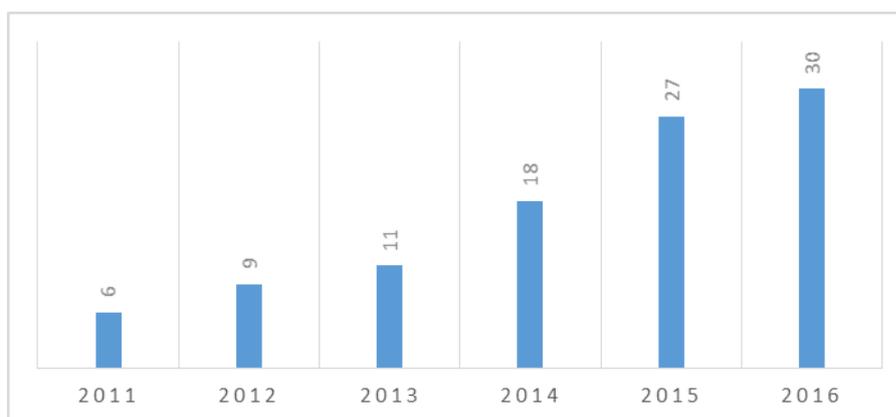
4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Lima (2010), na data de sua pesquisa, considerou apenas o volume de emissão registrados, os títulos que podem ser emitidos por participantes do agronegócio e quais os riscos inerentes a cada título de crédito.

Outro ponto a ser considerado para análise é o número de companhias securitizadoras que tenham em seu objeto social a securitização de recebíveis do agronegócio registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pois os certificados de recebíveis são emitidos exclusivamente por securitizadoras.

A figura 2 demonstra o número de securitizadoras de recebíveis do agronegócio no período estudado:

FIGURA 2 – Número de Securitizadoras de Recebíveis do Agronegócio.



Fonte: Dados da pesquisa

Constata-se na figura 2 que um dos fatores responsáveis pela evolução desta modalidade de captação de recursos está diretamente ligada ao crescimento do número de companhias securitizadoras que foram constituídas e registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) entre 2011 e 2016. Os dados informam um crescimento de 500%,

passando de 6 (seis) em 2011 para 30 (trinta) companhias. Como a emissão de certificados de recebíveis é realizada exclusivamente por securitizadoras, o crescimento no número de companhias aumenta a oferta de serviços de operações estruturadas.

Os especialistas em mercado de capitais entrevistados, corroboram quando dizem:

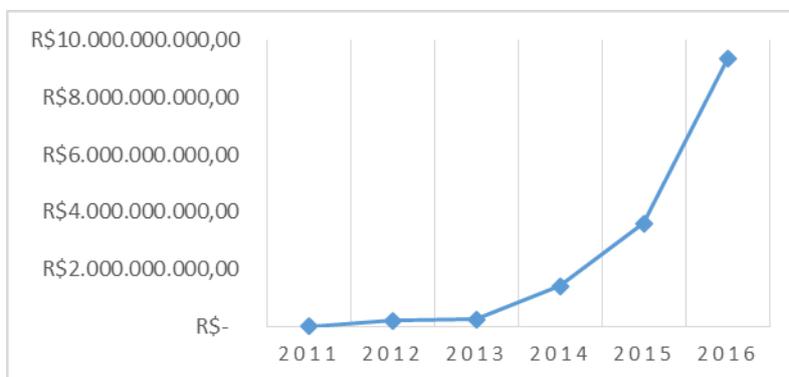
“A minha percepção sobre a securitização de recebíveis do agronegócio, na posição de advogado que assessora este tipo de operação, é de que ela tem crescido muito, principalmente nos últimos 3 (três) ou 4 (quatro) anos, em número e volume. Por outro lado, há uma questão importante neste mercado que é a existência de benefício fiscal para pessoa física, sentimos que isso é um motor muito grande deste mercado”. (Entrevistado 1 – Advogado)

“As primeiras operações ocorreram em 2009 e teve volumes pequenos e sem expressão de efeitos. O primeiro CRA que saiu no mercado foi em 2012 realizado pela Syngenta por meio da oferta ICVM 400 que acabou dando bastante visibilidade no mercado, inclusive para o investidor pessoa física”. (Entrevistado 5 – Diretor de operações estruturadas)

A partir da análise da Figura 2 e entrevistas realizadas com os especialistas, verifica-se que o aumento de securitizadoras contribuiu para o crescimento da securitização de recebíveis do agronegócio que obteve evolução efetiva nos últimos 4 (quatro) anos, ou seja, a partir de 2012 onde a operação realizada tendo a Syngenta como originador dos créditos deu maior visibilidade para o mercado. Outro fator é o benefício fiscal para os investidores e como ocorre o financiamento dos produtores rurais e de empresas do setor para que esta alternativa de captação de recurso continue a evoluir.

Quanto às ofertas públicas de certificados de recebíveis do agronegócio, houve uma evolução significativa no número e volume de operações que pode ser observada nas declarações dos entrevistados e comprovado, a partir da análise da figura 3:

FIGURA 3 – Ofertas Públicas de Certificados de Recebíveis do Agronegócio



Fonte: Uqbar (2017, p.114)

Na figura 3 nota-se que nos anos de 2011, 2012 e 2013, a oferta pública na modalidade da instrução CVM 400 se manteve estável e não ultrapassou a ordem de R\$ 1 bilhão de reais, mas nos períodos posteriores, a oferta deste papel avançou significativamente, em 2014 alcançou a marca de R\$ 1.5 (um bilhão e quinhentos milhões) de reais, em 2015 bateu a casa dos 3.5 (três bilhões e quinhentos milhões) de reais e em 2016 atingiu R\$ 9,5 (nove bilhões e quinhentos milhões) de reais.

A escassez das linhas de crédito bancário, as ações reduzidas do governo brasileiro e a demanda por crédito podem ser considerados os responsáveis pelo crescimento de ofertas de certificados de recebíveis do agronegócio.

Os entrevistados afirmam que:

“Como vemos no mundo um setor só é desenvolvido a partir do momento em que o mercado de capitais faz o financiamento e não o próprio governo. Acredito que existe uma oportunidade enorme de desenvolvimento, mas ainda tem um longo caminho para percorrer, pois as operações realizadas hoje são com risco corporativo ou operações com seguro de crédito ambas com rating AAA”. (Entrevistado 3 – Head de operações estruturadas)

“No Brasil quando olhamos para a história o Banco do Brasil e o Estado sempre foram ou tentaram ser os financiadores do agronegócio. Havia a linha de crédito rural e em muitos momentos em que o agronegócio passava por dificuldades o governo agia para ajudar este mercado, inclusive realizando securitização nos moldes do governo para alongar a dívida, mas por outro lado com a economia avançando e em outros momentos estagnando e com uma série de produtos financeiros de bancos para evitar os depósitos a vista, faz com que o recurso destinado a crédito rural tenha reduzido. Em contrapartida, nos últimos 20 anos o volume de recursos necessários para o financiamento do agronegócio cresceu aproximadamente 5 (cinco vezes) e os depósitos a vista reduziram. Desta forma buscar uma fonte de financiamento no mercado de capitais passa a ser fundamental”. (Entrevistado 4 – Auditor Independente)

“A redução da participação dos bancos, onde se tem 3 (três) bancos privados e 2 (dois) bancos públicos de grande porte que não conseguem atender a demanda, fazendo com que haja a procura por outras alternativas de financiamento colocando a securitização de recebíveis do agronegócio como instrumento de captação de recursos”. (Entrevistado 4 – Auditor Independente)

“Com a redução da oferta de crédito pelos bancos, as empresas precisam buscar fontes alternativas e uma delas é o mercado de capitais. Por outro lado, se tem investidores e bancos que não estão emitindo menos títulos incentivados, gerando demanda maior para a securitização de recebíveis do agronegócio”. (Entrevistado 5 – Diretor de operações estruturadas)

“O lado bom da securitização de recebíveis do agronegócio é o estímulo deste mercado pelo governo, mas também é perigoso pela necessidade de recomposição de caixa do governo e se ele eleger a oneração dos rendimentos percebidos pelos certificados de recebíveis do agronegócio como fonte de receita pode haver um movimento contrário que pode deprimir o mercado”. (Entrevistado 1 – Advogado)

“Eu acredito que a securitização de recebíveis do agronegócio terá algumas transformações no futuro porque quando analisamos o setor de agronegócio é preciso entender como se ocorre o financiamento dos produtores rurais e eventualmente das empresas que estão neste setor”. (Entrevistado 3 – Head de operações estruturadas).

O crescimento no volume de ofertas de certificados de recebíveis ocorre basicamente pela escassez de crédito e o alto custo financeiro da linha de crédito bancário. Isto faz com que os originadores busquem fontes alternativas de captação de recursos e a securitização de recebíveis cresce a cada ano. No período analisado, buscou-se realizar operações que tenham risco de crédito baixo e com seguro de crédito garantindo segurança aos investidores.

Constata-se que este tipo de operação beneficia o originador por garantir linha de crédito mais barata, acesso ao mercado de capitais e por outro lado o investidor diversifica os investimentos e incrementa a rentabilidade do capital investido.

Lima (2010) demonstra em sua pesquisa que a securitização de recebíveis do agronegócio representavam R\$ 2 (dois) milhões de reais em 2008, R\$ 22.5 (vinte e dois milhões e quinhentos milhões) de reais em 2009 e R\$ 0 em 2010.

Nota-se que o volume de operações realizadas até o ano de 2010 eram relativamente baixas quando se compara aos anos posteriores no volume de certificados de recebíveis do agronegócio depositados na central de custódia e liquidação financeira de títulos (CETIP), apresentado na figura 4.

FIGURA 4 – Depósito de Certificados de Recebíveis do Agronegócio.



Fonte: Uqbar (2017, p.115)

A figura 4 aponta que em 2011 o volume de certificados depositados na CETIP ficou na marca de R\$ 212 (duzentos e doze) milhões de reais, em 2012 caiu para R\$ 164 (cento e sessenta e quatro) milhões de reais e em 2013 o número bateu a casa de R\$ 925 (novecentos e vinte e cinco) milhões de reais. A partir de 2014 o volume de certificados de recebíveis do agronegócio ganha folego e bate a marca de R\$ 1.7 (um bilhão e setecentos milhões) de reais,

em 2015 fechou em R\$ 3.9 (três bilhões e novecentos milhões) de reais e em 2016 atingiu a marca de R\$ 12.6 (doze bilhões e seiscentos milhões) de reais.

Quanto a evolução no volume de certificados de recebíveis do agronegócio os entrevistados concluem que:

“A partir das emissões realizadas em 2012 começaram a enxergar este tipo de papel e hoje o estoque atual de CRA tem aproximadamente R\$ 26 (vinte e seis) bilhões de reais”. (Entrevistado 5 – Diretor de operações estruturadas)

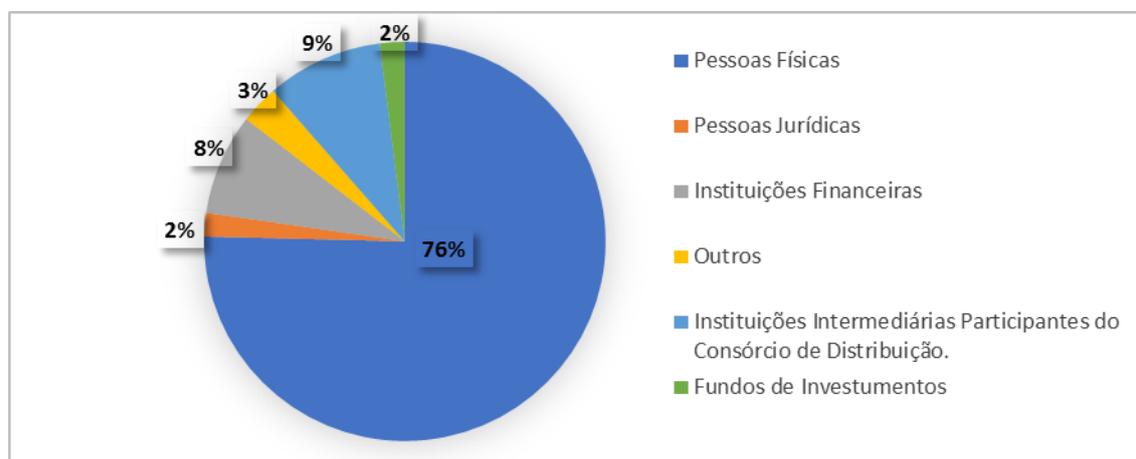
“No primeiro momento, em 2010, as normas estavam ainda em implementação efetiva. Logo, menor o número de operações vistas desta natureza (atreladas a créditos do agronegócio). Nos momentos de crise financeira, em que os bancos possuem menor capital para distribuição aos terceiros deficitários, é comum que, com esta redução das fontes de recursos, o mercado do agronegócio passe a buscar meios diversos como a captação em mercado de capitais, seja pela emissão de debentures, notas promissórias ou, ainda, com a captação por meio de emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (securitização). É o que temos notado nos últimos 2 anos”. (Entrevistado 2 - Advogada)

“Houve uma evolução muito grande entre 2011 e 2016, principalmente voltado para securitização de recebíveis do agronegócio e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) vendo a importância e tamanho do mercado elaborou a nova norma dos certificados de recebíveis do agronegócio...” (Entrevistado 3 – Head de operações estruturadas)

Por meio das entrevistas constata-se que o governo incentiva a securitização, concedendo isenções tributárias aos originadores e investidores. Por outro lado, o crescimento do setor agronegócio e a redução de produtos bancários para o setor, faz com que o mercado de capitais se torne a principal via de financiamento do agronegócio.

As operações de securitização de recebíveis do agronegócio são ofertadas a todo tipo de investidores e na figura 5 é possível analisar quais são os tipos de investidores que financiam o agronegócio.

FIGURA 5 – Tipo de Investidores



Fonte: Uqbar (2017, p.116)

Conforme a figura 5, as pessoas físicas representam 76% (setenta e seis por cento) dos investidores nos certificados de recebíveis do agronegócio, pois eles buscam incrementar a remuneração do capital disponível e por gozarem de isenção de imposto de renda nesta modalidade de investimento.

As instituições financeiras 8% (oito por cento) e instituições participantes do consórcio de distribuição 9% adquirem cerca de 17% (dezessete por cento) dos certificados recebíveis do agronegócio, como eles participam do processo de distribuição, são obrigados a adquirir o papel caso não consigam vendê-los aos investidores.

Cerca de 2% dos investidores são pessoa jurídica, este tipo de investidor não possui isenção de imposto de renda (IR), mas buscam incrementar a rentabilidade do capital disponível, fundos de investimentos que adquirem este tipo de papel somam 2%.

Quanto aos investidores os entrevistados comentam que:

“Para o originador é uma fonte de captação de recursos mais barata do que as outras e possibilita o acesso do produtor e das empresas que atuam no agronegócio ao mercado de capitais. Por meio da securitização este acesso é possível onde pode-se adquirir financiamentos de forma mais barata e para o investidor o principal benefício é o incremento das taxas de remuneração e isenção de imposto de renda”. (Entrevistado 1 - Advogado)

“O originador goza da isenção de IOF nas emissões dos títulos de créditos e operações com prazo de duração entre 2 (dois) e 4 (quatro) anos que dá um equilíbrio na sua estrutura de capital”. (Entrevistado 4 – Auditor Independente)

“Para o originador resulta uma alternativa de captação de recursos financeiros no mercado, com taxas variadas à medida de seu histórico de solvência e adimplemento de suas obrigações. Aproximando o originador de investidores em seu mercado de atuação. Além disso, também é um modo do originador expor a sua atividade para o mercado de capitais, pois os agentes de mercado tomarão conhecimento da prática operacional e resultados financeiros dos originados”. (Entrevistado 2 - Advogada)

“Em relação a performance quando há um contrato de fornecimento de longo prazo, mas o ciclo agro tem 1 (um) ano ou 9 (nove) meses há uma dependência da continuidade da produção do cedente. Nas estruturas revolventes há dificuldades para mitigar os riscos até por conta da falta de apetite de seguradoras que aceitem correr este tipo de risco”. (Entrevistado 1 - Advogado)

“A multiplicidade de garantias concedidas nas securitizações (como aval, penhor agrícola e etc.) tem ampliado a proteção do Investidor que aplica seus recursos nesta espécie de valor mobiliário, e também ampliado a confiança do mercado para investir. Tendo em vista que no segmento de agronegócio é comum lidar com bens que são altamente perecíveis e estão expostos a eventos da natureza (como clima, pragas e etc.)”. (Entrevistado 2 - Advogada)

Nota-se que a captação de recursos beneficia os originadores que contam com uma fonte de financiamento ilimitada, prazos alongados e custo financeiro reduzido. Enquanto isso os investidores há o incremento das taxas de juros, isenção de imposto de renda (IR) e segurança que ocorre por meio de garantias como penhor, aval e seguro de crédito.

5 CONCLUSÕES

O agronegócio no Brasil, é um forte motor da economia que gera empregos e cresce mesmo em tempos de crise político-econômica, desta forma necessitando de fontes de financiamento para o desenvolvimento do setor. O Estado era o grande financiador deste mercado, mas a partir da década de 90, com o intuito de reduzir a sua participação e diversificar as fontes de captação de recursos para os agentes participantes deste mercado, criou a cédula de produto rural (CPR) e somente em 2004 lançou o pacote de títulos privados do agronegócio através da lei 11.076.

Observando quatro características como o número de securitizadoras, o volume de ofertas, volume depositado na central de custódia e liquidação financeira de títulos (CETIP) e quais os tipos de investidores que adquirem os títulos privados do agronegócio, o presente artigo teve como objetivo, analisar a evolução e comportamento da securitização de recebíveis do agronegócio entre 2011 e 2016

Lima (2010), na época de sua pesquisa, concluiu que a securitização de recebíveis deixava de ser uma promessa para o financiamento do agronegócio para se tornar uma alternativa real na captação de recursos. Essa prerrogativa passa a ser confirmada a partir da apresentação e discussão dos resultados da presente pesquisa.

A partir dos dados analisados pode-se observar que o número de securitizadoras registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) cresceu 500% passando de 6 (seis) empresas registradas em 2011 para 30 (trinta) no final de 2016 que possuem em seu objeto social a securitização de recebíveis do agronegócio, logo a oferta deste tipo de operação observou um avanço por parte dos empreendedores.

Nota-se que em 2011 e 2012 a oferta das operações permaneceram estáveis não ultrapassando 1 (bilhão) de reais em títulos ofertados, pode-se observar que em 2013 a oferta de certificados de recebíveis do agronegócio demonstra uma tímida elevação e entre 2014 e 2016 o volume cresceu 9 (nove) vezes atingindo a marca de R\$ 9.5 (bilhão) de reais.

As entrevistas realizadas com profissionais que atuam no mercado de securitização de recebíveis do agronegócio podem concluir que o setor evoluiu principalmente nos últimos 3 (três) anos e ainda está em fase de expansão e nos próximos anos estará em fase de consolidação, como a principal fonte de captação de recursos dos agentes que participam do agronegócio.

Vale ressaltar que o Estado, por passar por momentos de crise político-econômica e por outros motivos não tem condições de financiar o agronegócio, desta forma fica somente responsável por regulamentar e dar incentivos para fomentar o financiamento do agronegócio via mercado de capitais.

Portanto é necessário que os agentes que participam do processo de desenvolvimento da securitização de recebíveis do agronegócio realizem operações que leve segurança aos investidores e garanta a continuidade desta evolução.

Lima (2010) cita que as políticas implementadas se mostram adequadas, porém não estão completas, onde é necessário agir para garantir segurança nas operações. Neste sentido, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia que regulamenta o mercado de capitais no Brasil, possui uma importância fundamental para que esta modalidade de captação de recursos evolua, e para garantir maior segurança jurídica aos investidores editou norma específica para regulação da securitização de recebíveis do agronegócio e a levou para que seja discutida mediante consulta pública, esta norma deve ser publicada até o final de 2017 com aplicação a partir de 2018.

As limitações desta pesquisa referem-se principalmente a entrevistas com os originadores especificamente aos que atuam no perímetro rural, o número de pesquisas envolvendo securitização de recebíveis do agronegócio é relativamente pequeno.

Esta pesquisa contribui para o desenvolvimento de estudos relacionados as fontes alternativas de captação de recursos para o agronegócio tanto qualitativa como quantitativa onde as pesquisas relacionadas podem contribuir para os agentes que participam do mercado do agronegócio e para os investidores que gostam de diversificar os investimentos.

Por tratar-se de um tema novo, como sugestão para investigações futuras, sugere-se a continuidade dos estudos de evolução da securitização e acompanhamento de novos vieses que com certeza, a consolidação do assunto trará.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALCAIRE, M. R. D. A. B. **Securitização de Recebíveis**. 2013. 56 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. 2013.

BEZERRA, F. A.; SILVA, A. J. D. **Descrição da estrutura básica de modelos de securitização de recebíveis no setor de saneamento**. Revista Economia e Gestão v. 8, n. 16, p. 83-99, 2008.

BOLOGNINI, L. G. A. **Determinantes da Remuneração do Spread de Certificados de Recebíveis Imobiliários no Mercado Brasileiro**. Dissertação (Mestrado Profissional em Finanças e Economia de Empresas) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – FGV, São Paulo, 2016.

BRASIL. **Lei n. 8.929**, de 22 de agosto de 1994 Instituição da Cédula de Produto Rural e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8929.htm>. Acesso em: 24 out. 2016.

_____**Lei n. 10.200**, de 14 de fevereiro de 2001. Acresce e altera dispositivos da Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994, que instituiu a cédula de produto rural, e das outras proveniências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10200.htm>. Acesso em: 24 out 2016.

_____**Lei n. 11.033**, de 21 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; institui o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária – REPORTO; altera as Leis nos 10.865, de 30 de abril de 2004, 8.850, de 28 de janeiro de 1994, 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 10.522, de 19 de julho de 2002, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, e 10.925, de 23 de julho de 2004; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111033.htm>. Acesso em: 24 out. 2016.

_____**Lei n. 11.076**, de 30 de dezembro de 2004. Dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, dá nova redação a dispositivos das Leis nos 9.973, de 29 de maio de 2000. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/L11076.htm>. Acesso em: 10 out. 2016.

BURANELLO, R. **Novos Títulos para o Financiamento do Agronegócio**. Revista de Direito Mercantil, v. 157, n. 1, p. 159-169, 2004.

CATÃO, G. C. et al. **Securitização de Recebíveis no Setor Bancário Brasileiro**: Um estudo empírico. Revista Brasileira de Finanças v.7, n. 1, p. 327-345, 2009.

DAMASCENO, L. X.; PONTES, T. L. R. **Securitização de Recebíveis Imobiliários no Brasil**. Revista Jurídica da Procuradoria Geral do Distrito Federal, v. 41, n. 2, p. 69-92, 2016.

FERABOLLI, C.; MORAIS, A. C. **Modelagem estatística com foco na motivação dos bancos que securitizaram no Brasil nos anos de 2005 e 2012**. RACE: Revista de Administração, Contabilidade e Economia, v. 15, n. 2, p. 579-600, 2016.

GERHADT, T. E.; SILVEIRA, D. T. **Métodos de Pesquisa**. Porto Alegre: Universidade Aberta do Brasil – UAB/UFRGS, 2009.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

LARROSA, J. **Tecnologias do Eu e Educação**. Petrópolis: Vozes, 1994.

LIMA, R. A. D. S. Evolução da Securitização de Recebíveis no Agronegócio Brasileiro. In: 48º CONGRESSO SOCIEDADE BRASILEIRA DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E SOCIOLOGIA RURAL, 2010, Piracicaba.

LUXO, J. C. **Estudo Comparativo dos Custos Operacionais e Tributários da Securitização e dos FIDCs**. Revista de Finanças Aplicadas, v. 1, n. 1, p. 1-12, 2010.

MARTINS, G. D. A.; THEÓPHILO, R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2009.

MORCH, R. B. et al. **Agronegócios S.A.:** Capital de Financiamento para Sociedades Cooperativas e Companhias de Capital Aberto. Revista de Negócios v. 16, p. 11-30, 2011.

OLIVEIRA, C. D. **Financiamento Agrícola no Brasil: Uma Análise dos Novos Títulos de Captação de Recursos**. 2007. 112 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Sociais em Desenvolvimento, Agricultura e Sociedade) -Universidade Federal rural do Rio de Janeiro-UFRRJ, Seropédica, 2007.

PINHEIRO, F. A. P. **Securitização de recebíveis: uma análise dos riscos inerentes**. Revista Brasileira de Finanças, v. 7, n. 3, 2008.

RISSO, T. S. **A securitização de recebíveis imobiliários:** Estudo comparativo entre as opções de investimento de base imobiliária no mercado de capitais brasileiros. 2007. 73 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração) -Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.

SILVA, F. P.; LAPO, L. E. R. **Modelos de financiamento da cadeia de grãos no Brasil. Conferência em gestão de risco e comercialização de commodities no Brasil**. In: 2ª Conferência em Gestão de Risco e Comercialização de Commodities, Campinas, 2012.

SOARES, T. C.; JACOMETTI, M. **Estratégias que agregam valor nos segmentos do Agronegócio no Brasil**. Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, p. 92-120, 2015.

UQBAR PUBLICAÇÕES. Anuário de Finanças Estruturadas - 2017. Rio de Janeiro. 2017.

ZANELLA, T. P.; LAGO, S. M. S. **A produção científica brasileira sobre a sustentabilidade no agronegócio: um recorte temporal entre 2005 e 2015**. Organizações Rurais & Agroindustriais, v. 18, p. 356-370, 2016.